

Resumo

Este texto apresenta uma proposta para que o BNDES promova uma reciclagem parcial da sua carteira, ampliando a oferta de crédito para estados e municípios, concomitantemente à redução esperada da exposição a alguns clientes tradicionais, no contexto de vigência da nova Taxa de Longo Prazo (TLP). Explica-se a lógica da iniciativa, fazendo as devidas ressalvas acerca dos cuidados a tomar para não comprometer o risco da instituição. Ressalta-se ainda que se trata de uma proposta a ser implementada a longo prazo e condicionada a reformas fiscais que corrijam o desequilíbrio orçamentário experimentado por muitos entes.

Palavras-chave: Carteira BNDES. Crédito a estados e municípios.

Abstract

We discuss the future of BNDES outstanding credit, proposing the increase of credit supply to Brazilian states and municipalities in the context of the introduction of TLP, which may account for the reduction of outstanding credit to some of BNDES's traditional clients. We explain the proposal, bringing some arguments while we recognize that some caution may be necessary in order to meet BNDES risk policies and requirements. We also emphasize that this proposal should be implemented in the long-term and must be conditional to fiscal reforms that assure the fiscal sustainability of states and municipalities.

Keywords: BNDES outstanding credit. Credit to states and municipalities.

“Falhar em se preparar é se preparar para falhar.”

Benjamin Franklin

Introdução

O BNDES completa 66 anos em junho de 2018.¹ Criada em 1952, a instituição passou por diversas fases em mais de seis décadas e meia de existência. Entre 1952 e 1960, o Banco foi, primordialmente, um banco de financiamento à infraestrutura, que respondeu por 62% dos desembolsos.² Já nas décadas de 1960 e 1970, no auge do período conhecido como de “substituição de importações”, o BNDES tornou-se o “banco da indústria”, que respondeu por 68% e 64% dos desembolsos nessas duas décadas, respectivamente. Nas décadas de 1980 e 1990, houve certa diversificação de setores apoiados, com um peso maior dos desembolsos para os setores de comércio e serviços, que passaram a representar cerca de 10% do total. Com o passar dos anos, observou-se uma diversificação maior, levando a que, na média dos últimos sete anos, 2011-2017, os desembolsos se distribuísssem em 11% para a agropecuária, 29% para a indústria, 36% para a infraestrutura e 24% para comércio e serviços.

De ser uma instituição que financiava essencialmente a infraestrutura até a maior diversificação dos últimos 15 a vinte anos, passando pelo apoio à formação de um parque industrial de bens de capital na década de 1970 e pela atuação-chave nas privatizações da década de

1 Para uma resenha das atividades da instituição, que prioriza mas não de forma exclusiva o ocorrido nas últimas duas décadas, ver BNDES (2017). Para uma avaliação do período de 65 anos, ver Barboza, Furtado e Gabrielli (2018).

2 Esses dados foram extraídos do apêndice do *Livro verde* (BNDES, 2017).

1990, a instituição foi mudando seu perfil, adaptando-se às contingências e necessidades de cada período.

Nesse sentido, o processo em curso atualmente, caracterizado pela redução expressiva das taxas de juros de mercado – tornando outras fontes mais competitivas *vis-à-vis* os empréstimos do BNDES, comparativamente ao passado –, marca uma dessas mudanças que obrigam a instituição a se reposicionar. Se, até 1994, a instituição era virtualmente monopolista no mercado de crédito de longo prazo – por causa dos riscos inerentes a um processo de inflação elevada como o que o país viveu nos vinte anos anteriores –, depois daquele ano continuou sendo beneficiária, na prática, de um contexto caracterizado pelas elevadas taxas de juros observadas no mercado, tornando as taxas dos créditos do BNDES especialmente atraentes, em termos relativos.³ O fato de as taxas de juros futuras indicarem um cenário de taxas reais baixas em relação ao padrão dos últimos vinte a 25 anos representa claramente um desafio importante para o BNDES nos próximos anos.

Este texto trata dessa questão, abordando a possibilidade de ampliação dos empréstimos a estados e municípios. O artigo está dividido em nove seções, incluindo esta introdução. A segunda seção mostra alguns antecedentes históricos da reflexão que será proposta no artigo. A terceira descreve a expansão das atividades do BNDES. A quarta aborda a importância das mudanças recentes, com ênfase na situação fiscal e na trajetória das taxas de juros. A quinta mostra a dinâmica das dívidas estaduais. A sexta defende a necessidade de o BNDES se reposicionar no novo contexto. A sétima seção pro-

3 Na média dos 23 anos de 1995 a 2017, a taxa de juros real Selic, deflacionada pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), foi de 9,6% a.a., como será visto na Tabela 4 do artigo.

põe que o BNDES promova uma reciclagem parcial da sua carteira, ampliando a oferta de crédito para estados e municípios. A oitava expõe algumas reflexões de natureza jurídica acerca das garantias às operações de crédito com estados e municípios. Por fim, a nona e última seção apresenta as conclusões do artigo.

Reciclagem da carteira de investimentos: antecedentes

Já houve ocasiões, no passado, em que o BNDES mudou o perfil da composição de suas carteiras de forma importante. O antecedente mais claro com paralelo com a situação objeto deste artigo é o que aconteceu nas privatizações na década de 1990, com a ressalva de que há uma diferença importante, representada pelo fato de que os devedores objeto da mudança no fim dos anos 1980 eram, em parte, problemáticos, ao passo que, atualmente, a composição da carteira do Banco é muito melhor do que no começo daquela experiência.

O fato é que no Programa Nacional de Desestatização (PND) do governo Collor – depois continuado nos dois anos da gestão de Itamar Franco – o BNDES atuou não apenas como agente executor da política, mas também, como se sabe, como financiador. Sua atuação se deu sob a égide do agora extinto Conselho Nacional de Desestatização (CND), que tinha poderes definidos na legislação original sobre privatização (Lei 8.031). Nesse papel de financiador, ainda que não tenha sido a motivação original da participação da instituição no processo – associada claramente ao domínio da *expertise* no tema em função das privatizações embrionárias da década de 1980 –, o BNDES acabou, indiretamente, se beneficiando

do papel que lhe coube, por causa da permissão de utilização das chamadas “moedas da privatização” como meio de pagamento.⁴

Essas moedas recebiam na época a qualificação jornalística de “moedas podres”, pelo paralelo com os *junk bonds* do mercado norte-americano, ou seja, papéis negociados por valor inferior ao de face. A aceitação dessas moedas foi muito questionada na época. Entretanto, a maioria das análises críticas deixava de considerar dois pontos fundamentais. O primeiro, que, se do ponto de vista de um agente particular é natural que ele se oponha a receber pelo valor de face tais títulos, o mesmo não pode valer para o Estado como emissor na aceitação dos seus próprios créditos, o que equivaleria a uma pessoa não aceitar como pagamento um cheque emitido por si mesma com o argumento de que “não tem fundos”. O segundo ponto é que, se um agente está disposto a pagar X na compra de uma estatal – por entender que o seu valor efetivo é esse –, utilizando moedas adquiridas por valor inferior ao de face, o que provavelmente ocorrerá é que ele irá se dispor a pagar um ágio maior na compra do que o que estaria disposto a arcar se só utilizasse moedas “boas”. O fato é que, no difícil contexto do país em 1990, o esforço de saneamento do setor público recomendava resgatar a credibilidade do governo e isso passava pelo reconhecimento daqueles papéis, para o que o BNDES, aceitando-os como meio de pagamento, desempenhou um papel-chave. Esse ponto é importante, porque pode servir de

4 A função do BNDES no programa de privatização dos anos 1990 está amplamente documentada nas publicações oficiais da época. Atualmente, elas podem ser encontradas em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/desestatizacao/processos-encerrados>>. Em <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/desestatizacao/Relatorios-de-Atividades-PND>>, encontram-se todos os relatórios anuais do PND, ano a ano, de 1992 até 2015. Em 2016, por meio da Lei 13.334, as atribuições do Conselho Nacional de Desestatização foram incorporadas pelo Conselho de Programa de Parcerias de Investimento (CPPI).

paralelo para o papel que está sendo proposto para a instituição no presente artigo, até que os entes subnacionais melhorem sua condição financeira.

O Banco tinha no seu ativo, na época, papéis associados a debêntures que havia adquirido no processo de expansão do parque siderúrgico e outros títulos que, se fosse vender no mercado, o levariam a ter de explicitar um prejuízo, pela impossibilidade de fazê-lo ao valor de face dos papéis. Além disso, tinha na sua carteira de clientes algumas empresas estatais com sérios problemas de gestão e enormes dificuldades para honrar seus compromissos.

Os resultados da privatização na década de 1990 foram expressivos, alcançando mais de US\$ 100 bilhões entre receita de vendas (US\$ 82 bilhões) e transferência de dívidas (US\$ 18 bilhões). As maiores receitas – incluindo aí a transferência de dívidas – estiveram associadas aos setores de telecomunicações (US\$ 29 bilhões) e energia elétrica (US\$ 27 bilhões), seguidos pela desestatização do setor de siderurgia (US\$ 8 bilhões). As dimensões do programa, ano a ano, encontram-se documentadas no Apêndice 1, no fim do artigo.

Com a privatização, o BNDES acabou tendo um duplo benefício. De um lado, na composição dos seus clientes, em vez de ter algumas empresas problemáticas – antes de serem vendidas –, passou a ter empresas que, devidamente saneadas, pagaram seus compromissos em dia nos anos posteriores. De outro, pela mesma razão, as empresas, com a melhora do seu fluxo de caixa, além de pagarem os empréstimos, puderam honrar as debêntures pelas quais antes o Banco não poderia realisticamente receber seu valor pleno.

Assim, houve uma mudança na composição dos devedores do Banco, com menor presença de empresas estatais – que foram privatizadas –

e maior participação de devedores privados em situação financeira muito melhor. Do ponto de vista da qualidade do seu patrimônio, portanto, o BNDES colheu benefícios importantes das privatizações daquele período, particularmente das que ocorreram no setor de siderurgia.⁵

A expansão das atividades do BNDES, o perfil dos desembolsos e o crédito para estados e municípios

A partir de 2007, o BNDES iniciou um ciclo de expansão marcado pelo aumento expressivo do seu papel na economia. No início da estabilização, em 1995, o fluxo dos desembolsos do BNDES naquele ano tinha sido de 1,0% do produto interno bruto (PIB), enquanto, na base de uma expansão moderada das suas atividades no contexto da dinâmica do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) como principal fonte de *funding* da instituição, os desembolsos alcançaram 2,1% do PIB em 2006. Já no processo que se seguiu, a variável aumentou até alcançar 4,3% do PIB em 2010. A preços correntes, o Banco passou de um desembolso de R\$ 51 bilhões em 2006 a um pico de R\$ 190 bilhões em 2013. Em termos constantes, utilizando o deflator do PIB, o auge dos desembolsos reais se deu em 2010, com R\$ 276 bilhões a preços de 2017.

O fenômeno observado se deu a partir de uma injeção maciça de recursos do Tesouro no BNDES, mediante empréstimos que foram se avolumando, até alcançar quase 9% do PIB em 2015 (Tabela 1).

5 As privatizações dos governos Collor e Itamar Franco concentraram-se nos setores de siderurgia, petroquímica e fertilizantes.

Assim, a dívida com o Tesouro, que ainda em 2007 era escassamente relevante como fração do passivo total do BNDES, chegou a um máximo próximo de 60% na composição do passivo total em 2014. Em termos nominais, esse montante alcançou mais de R\$ 500 bilhões em 2015.

Tabela 1 • Crédito do Tesouro com o BNDES e passivo do BNDES

Ano	Crédito do Tesouro com o BNDES (dezembro, % PIB)	Passivo do BNDES (R\$ bilhões correntes)			
		FAT	Tesouro	Outros	Total
2007	0,2	106	14	58	178
2008	1,1	117	43	92	252
2009	3,9	122	144	93	359
2010	6,0	132	253	98	483
2011	6,9	146	311	107	564
2012	7,7	162	376	128	666
2013	7,7	176	428	132	736
2014	8,4	195	506	145	846
2015	8,6	221	524	155	900
2016	6,9	233	440	148	821
2017	6,2	250	416	139	805

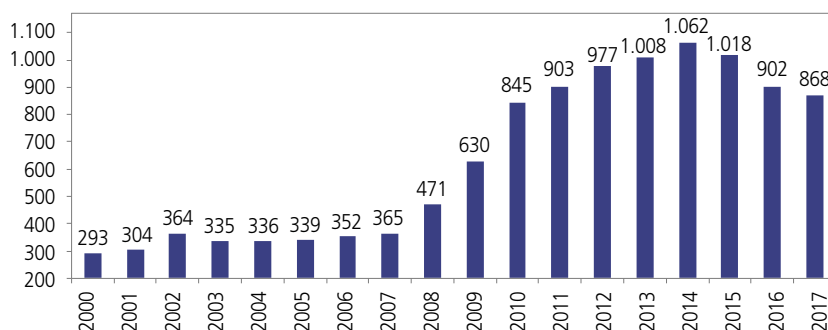
Fontes: Para o crédito do Tesouro Nacional com o BNDES, Banco Central do Brasil (<www.bcb.gov.br>), Economia e Finanças/Séries temporais/Composição DLSP (tabelas especiais). Para o passivo do BNDES, BNDES (<www.bndes.gov.br>), Transparência/Demonstrações Financeiras, vários anos.

Nota: O passivo exclui o patrimônio líquido.

A ampliação do endividamento em condições favoráveis de taxas e prazos – essencialmente, com custo de Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) e prazos contratuais de amortizações de três a quatro décadas – e em grandes volumes alavancou fortemente o Banco, permitindo a este, já em 2013, alcançar um volume real de ativos de mais de R\$ 1 trilhão, a preços de dezembro de 2017, usando o

Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) como deflator (Gráfico 1). Em termos reais, entre dezembro de 2006 e o pico de 2014, o tamanho dos ativos do Banco multiplicou-se por um fator 3.

Gráfico 1 • Ativo BNDES (R\$ bilhões constantes de dezembro de 2017)



Fonte: BNDES (<www.bndes.gov.br>), Transparência/Demonstrações Financeiras, vários anos.

Deflator: IPCA.

Tal trajetória deu-se em um contexto macroeconômico muito particular, associado ao *boom* de *commodities* e a uma conjuntura na qual durante muitos anos havia grandes possibilidades de expansionismo fiscal, sem maiores *constraints*. Em especial, a adoção do Programa de Sustentação do Investimento (BNDES PSI) levou a que o Banco fizesse empréstimos expressivos a taxas de juros prefixadas baixas, com o Tesouro Nacional incorrendo na necessidade de ressarcir o BNDES por meio da equalização de juros. Como resultado disso, a despesa com a rubrica de “subsídios e subvenções”, que ainda na média de 2008-2010 representava valores correntes de R\$ 3 bilhões a R\$ 5 bilhões/ano (0,1% do PIB),

escalou em 2015 (ano de pagamento de atrasados por conta das chamadas “pedaladas fiscais” acumuladas previamente)⁶ a nada menos do que R\$ 54 bilhões (0,9% do PIB).⁷ Ao mesmo tempo, configuravam-se duas consequências macroeconômicas desse arranjo entre o Tesouro Nacional e o BNDES:

- pelo fato de a taxa de juros de mercado ser superior à TJLP, o passivo bruto do setor público tinha um custo maior do que o rendimento das principais aplicações, gerando um *plus* na despesa líquida de juros do setor público; e
- como os empréstimos do Tesouro eram abatidos do passivo bruto na estatística da dívida líquida, diversos analistas deixaram de prestar atenção a esse indicador e passaram a focar na dívida bruta do governo, que aumentou rapidamente com o passar dos anos.

A combinação da magnitude dos empréstimos do Tesouro ao BNDES, incremento da despesa líquida de juros e aumento da dívida bruta gerou questionamentos crescentes à continuidade do fluxo de empréstimos do Tesouro à instituição. Assim, depois de a média anual de captação com o Tesouro ter sido de R\$ 105 bilhões/ano no biênio 2009-2010 e de R\$ 52 bilhões/ano nos quatro anos 2011-2014, o fluxo cessou completamente em 2015.

6 “Pedalada fiscal” é uma expressão que ganhou popularidade na discussão econômica do país para se referir aos recursos que deveriam ter sido pagos pelo Tesouro Nacional aos bancos públicos, referentes a programas como o BNDES PSI, mas foram sendo continuamente postergados.

7 Desse valor, a parcela referente ao BNDES PSI, inexistente na década passada, representou 0,51% do PIB em 2015, frente a um total da rubrica de “subsídios e subvenções” de 0,89% do PIB nas estatísticas fiscais do resultado primário do Governo Federal. Estas são divulgadas pela Secretaria do Tesouro Nacional por meio das notas para a imprensa e também das séries históricas (ver www.tesouro.fazenda.gov.br).

No processo acima descrito, a dimensão e o perfil dos desembolsos do BNDES passaram por mudanças importantes (tabelas 2 e 3). A Tabela 2 mostra as mudanças da composição dos desembolsos em perspectiva histórica. Depois dos anos 1960 e 1970, a indústria foi perdendo peso diante da expansão da infraestrutura – exceção feita ao período mais recente, em que os desembolsos para este setor foram reduzidos pela intensidade da crise e pelos efeitos da operação Lava Jato – e dos segmentos de comércio e serviços e de agropecuária.⁸

Tabela 2 • Participação dos desembolsos do BNDES por setor (%)

Período	Agropecuária	Indústria	Infraestrutura	Comércio e serviços	Total
1952-1960	0,0	28,4	69,4	2,2	100,0
1961-1970	0,0	70,6	25,2	4,2	100,0
1971-1980	0,0	67,4	27,0	5,6	100,0
1981-1990	1,5	57,4	29,9	11,2	100,0
1991-1995	14,3	53,1	27,9	4,7	100,0
1996-2000	7,6	42,7	37,8	11,9	100,0
2001-2005	12,5	47,2	32,1	8,2	100,0
2006-2010	6,3	46,0	35,1	12,6	100,0
2011-2015	8,6	29,3	36,8	25,3	100,0
2016-2017	18,1	27,7	33,6	20,6	100,0

Fonte: Elaboração própria. De 1995 em diante, BNDES (2018, Tabela I.D.). Para os anos anteriores a 1995, cortesia de Ricardo Menezes Barboza, que colocou à disposição dos autores a base de dados utilizada em Barboza, Furtado e Gabrielli (2018) e baseada nos relatórios anuais da instituição, ano a ano. Para os anos anteriores a 1990, os dados se referem à distribuição das aprovações e não dos desembolsos.

De modo geral, porém, o período de expansão das atividades do BNDES caracterizou-se por um aumento generalizado do seu

⁸ No caso desta última, as médias encobrem uma tendência mais acentuada. Com efeito, sua participação no total dos desembolsos evoluiu de 9% do total, em 2014, para 10% em 2015, 16% em 2016 e 20% em 2017.

papel em todos os setores. Se tomarmos como referência o ano de 2005 e as variáveis em percentagem do PIB, entre aquele ano – quando os desembolsos corresponderam a 2,2% do PIB – e o pico de participação dos desembolsos no PIB, que foi 2010 – quando alcançaram 4,3% do PIB –, o peso dos diferentes setores evoluiu de acordo com a seguinte trajetória, conforme BNDES (2018, Tabela I.B):

Agropecuária:	de 0,2% para 0,3% do PIB
Indústria:	de 1,1% para 2,0% do PIB
Infraestrutura:	de 0,7% para 1,4% do PIB
Comércio e serviços:	de 0,2% para 0,7% do PIB

No que tange aos desembolsos por porte, nota-se uma tendência ao aumento da participação das micro, pequenas e médias empresas (MPME) no total dos desembolsos, tendo alcançado mais de um terço recentemente, como se observa na Tabela 3. Um aspecto interessante a observar é o peso diferenciado desse apoio por tipo de segmento. Na média dos sete anos 2011-2017, o peso dos desembolsos para MPMEs em cada um dos segmentos foi o seguinte:

• Agropecuária:	84%
• Indústria:	18%
• Infraestrutura:	23%
• Comércio e serviços:	43%

Tabela 3 • Participação das MPMEs e da infraestrutura nos desembolsos do BNDES (%)

Período	MPMEs	Grande	Total	Participação da infraestrutura e das MPMEs exceto infraestrutura nos desembolsos do BNDES
1990	6,8	93,2	100,0	n.d.
1991-1995	19,4	80,6	100,0	n.d.
1996-2000	14,8	85,2	100,0	50,1
2001-2005	26,3	73,7	100,0	51,3
2006-2010	23,0	77,0	100,0	47,3
2011-2015	32,1	67,9	100,0	59,7
2016-2017	36,5	63,5	100,0	64,0

Fonte: Para a participação das MPMEs, BNDES. De 1995 em diante, BNDES (2018, Tabela III.D). Para os anos anteriores a 1995, cortesia de Ricardo Menezes Barboza, que colocou à disposição dos autores a base de dados utilizada em Barboza, Furtado e Gabrielli (2018) e baseada nos relatórios anuais da instituição, ano a ano. Não existem dados com esse tipo de abertura anteriores a 1990. Para a participação da infraestrutura e das MPMEs exceto infraestrutura no total de desembolsos do BNDES, *Notas para a Imprensa*, fevereiro de 2018, Tabelas I.B, III.B e XII.B. Esse tipo de tabulação só existe a partir de 1995.

Quando se pensa no agregado conjunto da infraestrutura e das MPMEs exceto infraestrutura – para evitar dupla contagem, por ser parte do primeiro agregado – como segmentos por excelência em que haveria razões para a ação do BNDES, o peso da soma de ambos no conjunto dos desembolsos manteve-se em torno de 50% do total nos 15 anos 1996-2010, mas com tendência a um aumento importante do peso relativo na década atual.

Por fim, vale mencionar a atuação do BNDES no apoio a estados e municípios. Partindo do ano 2000, o desembolso do Banco foi de R\$ 329 milhões em valores correntes, o que correspondia a 0,03% do PIB. Esse patamar reduzido manteve-se até 2008, quando passou a se tornar mais expressivo. Em 2009, o desembolso a estados e municípios representou 0,19% do PIB, mantendo-se em patamar mais elevado até 2014, sendo o pico de desembolso em 2012, quando alcançou 0,29% do PIB (ou R\$ 13,9 bilhões em valores correntes).

A partir de 2015, contudo, foi observada uma desaceleração considerável do montante desembolsado, que atingiu 0,04% em 2017, mesmo patamar de 2008 (Tabela 4).

Tabela 4 • Desembolsos do BNDES para estados e municípios

Ano	R\$ milhões correntes	% do PIB
2000	328	0,03
2001	389	0,03
2002	582	0,04
2003	722	0,04
2004	813	0,04
2005	473	0,02
2006	712	0,03
2007	803	0,03
2008	1.297	0,04
2009	6.391	0,19
2010	7.286	0,19
2011	4.077	0,09
2012	13.850	0,29
2013	12.653	0,24
2014	15.067	0,26
2015	9.641	0,16
2016	5.719	0,09
2017	2.614	0,04

Fonte: Elaboração própria.

No caso dos estados e municípios, o que se percebe, portanto, é que o Banco teve um período de apoio mais expressivo, que durou entre 2009 e 2014, mas que regrediu bastante no último triênio. Naturalmente, esse movimento reflete, em grande parte, a situação fiscal dos entes subnacionais, mas não deixa de ser negativo, uma vez que o investimento público, quando bem executado, é um dos motores do crescimento de longo prazo e do bem-estar social.

Olhando para o futuro, em um contexto em que, de um lado, o BNDES é premido a devolver recursos ao Tesouro Nacional e, de outro, enfrenta uma concorrência de taxas como não se observou no passado, o desafio como instituição financeira, para se manter competitiva, depende de responder adequadamente a três grandes questões:

- Quais são os problemas da economia brasileira que o BNDES poderá resolver e que justificam sua existência, no cenário previsto das taxas de juros?
- Qual é o tipo de tomador que precisará do BNDES e que não é atendido pelo mercado?
- Em que o BNDES é forte ou poderá ser forte para fazer a diferença diante do tomador, seja este atual ou potencial?

Uma nova situação: reversão fiscal, TLP e a redefinição estratégica do papel do BNDES

Nos últimos anos, a situação acabou de se reverter completamente em relação ao período 2008-2014, marcado pelos expressivos empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES. Duas mudanças foram marcantes. A primeira foi a piora fiscal. Enquanto, nos seis anos 2008-2013, o setor público consolidado registrou superávit primário em todos os anos, de 2,5% do PIB, em média, em 2014 o sinal sofreu uma reversão, para um déficit primário de 0,6% do PIB, ampliado no triênio posterior para uma média de 2,0% do PIB. Essa situação, combinada com a elevada despesa de juros, culminou em déficits nominais médios de 9% do PIB no mesmo triênio 2015-2017, pressionando a dívida bruta do Governo Geral, que alcançou 74% do PIB em 2017.

A segunda mudança foi o processo de convergência da taxa de juros, em um contexto caracterizado por uma combinação de cenário externo benigno; queda da inflação devida à existência de um elevado hiato do produto; aprovação da regra do teto do gasto público; e confiança na aprovação de uma futura reforma da Previdência Social, se não em 2017-2018, em 2019. Em tais circunstâncias, observou-se uma convergência inédita entre a Selic e a TJLP em 2017 (Tabela 5).⁹

Essa nova realidade ensejou dois movimentos. De um lado, o primeiro fenômeno, de deterioração da situação fiscal, gerou pressões para o BNDES pré-pagar parte da sua dívida com o Tesouro Nacional, como forma de mitigar a pressão sobre a dívida pública causada pelo acúmulo de déficits e de compensar parcialmente o efeito que sobre a sua dinâmica tinha tido a expansão anterior dos empréstimos para o BNDES.

De outro lado, o segundo fenômeno, de aproximação da Selic com a TJLP, combinado com a criação da Taxa de Longo Prazo (TLP) em substituição a esta última, gerou um desafio importante à competitividade do BNDES como instituição financeira. A TLP, existente desde 1º de janeiro de 2018, foi proposta mediante a Medida Provisória 777, convertida na Lei 13.483/2017, e define que a taxa de juros real aplicada aos empréstimos do BNDES será igual, até 2023, à taxa de juros real de cinco anos das NTN-Bs, com uma transição de cinco anos a se iniciar em janeiro de 2018. Portanto, irá desaparecer o expressivo diferencial de juros em favor da TJLP existente durante mais de vinte anos na comparação com os juros de mercado, o que

⁹ Tal convergência não se expressa plenamente na tabela pelo fato de ela captar as taxas acumuladas janeiro-dezembro, mas no final do ano a taxa Selic convergiu para os mesmos 7% da TJLP.

diminuirá a atratividade dos empréstimos do BNDES para quem tem acesso a crédito e ampliará o horizonte dos empréstimos de potenciais concorrentes da instituição, num contexto de maior estabilidade macroeconômica.

Tabela 5 • Taxas de juros: indicadores selecionados (%)

Ano	TJLP nominal	Selic nominal	Variação IPCA	TJLP real	Selic real
1995	23,4	53,1	22,4	0,8	25,1
1996	16,0	27,4	9,6	5,9	16,3
1997	10,1	24,8	5,2	4,7	18,6
1998	11,7	28,8	1,7	9,8	26,7
1999	13,2	25,6	8,9	3,9	15,3
2000	10,8	17,4	6,0	4,5	10,8
2001	9,5	17,3	7,7	1,7	9,0
2002	9,9	19,2	12,5	(2,4)	5,9
2003	11,5	23,4	9,3	2,0	12,9
2004	9,8	16,3	7,6	2,1	8,0
2005	9,8	19,1	5,7	3,8	12,6
2006	7,9	15,1	3,1	4,6	11,6
2007	6,4	11,9	4,5	1,8	7,1
2008	6,3	12,5	5,9	0,3	6,2
2009	6,1	9,9	4,3	1,7	5,4
2010	6,0	9,8	5,9	0,1	3,7
2011	6,0	11,6	6,5	(0,5)	4,8
2012	5,8	8,5	5,8	(0,1)	2,5
2013	5,0	8,2	5,9	(0,9)	2,2
2014	5,0	10,9	6,4	(1,3)	4,2
2015	6,3	13,3	10,7	(4,0)	2,3
2016	7,5	14,0	6,3	1,1	7,3
2017	7,2	9,9	3,0	4,1	6,8

Fontes: Elaboração própria, com base nas taxas mensais da Selic e trimestrais mensalizadas da TJLP, definidas pelo Banco Central no primeiro caso e pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) no segundo. Para o IPCA, IBGE.

Quais serão os tomadores de crédito do BNDES no futuro, na vigência da TLP? – tornou-se então uma pergunta cuja resposta será crucial para definir os rumos futuros da instituição nos próximos anos. Foi justamente nesse contexto que em 2017 o BNDES contratou a consultoria Roland Berger para colaborar no processo de seu reposicionamento estratégico, com uma visão de longo prazo, denominada genericamente como um projeto associado ao que seria o “BNDES 2035”.

Um elemento-chave desse processo é a definição do *spread* da instituição. Nos anos em que o diferencial entre as taxas de juros de mercado e a TJLP cobrada pelo BNDES era extremamente elevado, como mostrado na Tabela 2, o *spread* do BNDES era pouco relevante diante da decisão dos tomadores de recursos de acorrer à instituição, pela óbvia vantagem comparativa que representava tomar recursos no Banco a taxas favoráveis quando o custo de acorrer ao mercado era muito maior. Agora, com a perspectiva da pressão competitiva da TLP plena se apresentando no horizonte de 2023, mais 0,2% ou 0,3% fazem uma diferença importante para ganhar ou perder clientes. Identificar novas formas de atuação da instituição e/ou intensificar a atuação em nichos em que ela era ainda modesta tornaram-se elementos importantes para a estratégia de negócios do BNDES, como forma de diluir custos em um volume maior de operações. Em 2018, nas novas políticas operacionais anunciadas recentemente, o *spread* global do Banco já caiu de 1,7% para 1,3%, mas isso se deu, em parte, no contexto da redução do ROA (*return over asset*) acertada com o Conselho de Administração. Se este não estiver disposto a validar novas reduções do ROA, futuras quedas do *spread* terão de estar baseadas em um *mix* de redução de custos e aumento do volume de operações.

Por isso (isto é, pela necessidade de reforçar sua atuação em algumas áreas, conjuntamente com o reforço do seu papel como instituição

de desenvolvimento), nos mais recentes processos de planejamento estratégico do BNDES, vem sendo dada especial ênfase às atividades ligadas à educação, à saúde e à segurança, tipicamente associadas à gestão pública e definidas como algumas das prioridades estratégicas da instituição nos próximos anos (BNDES, 2018).

Ao mesmo tempo, essa redefinição de prioridades processa-se em um contexto em que a modernização e a reformulação do Estado se tornaram uma exigência premente da realidade fiscal dos mais diversos estados da Federação. Na crise fiscal dos últimos anos, houve, de modo geral, uma piora da qualidade dos serviços prestados pelo governo na maioria dos entes subnacionais, que, por sua vez, já deixavam a desejar em matéria de prestação de serviços de qualidade.¹⁰

Assim, colaborar com aquelas unidades que forneçam mostras de estarem se modernizando, mas precisando de tempo para que esses processos frutifiquem, torna-se uma atividade meritória com vistas à melhoria da qualidade de vida da população. Isso é especialmente válido para os estratos de baixa renda, que não dispõem de mecanismos de escape disponíveis para as classes de maior renda – como escolas particulares, planos de saúde ou contratação de seguranças específicas para determinadas áreas geográficas nas cidades. Nesse sentido, o apoio do BNDES a estados e municípios passa a ter grande potencial.

As dívidas estaduais e municipais

Antes de entrar na proposta concreta objeto do presente artigo, cabe explicar a evolução das dívidas estaduais e municipais. Por

¹⁰ Para uma excelente análise do tema da qualidade dos diversos serviços prestados pelo Estado nas 27 unidades da Federação, ver Brunet (2012).

mais de uma década, a partir da implantação de refinado mecanismo de controle fiscal dos entes federativos subnacionais elaborado pelo Governo Federal (Programa de Ajuste Fiscal – Lei 9.496/97, alterado pela MP 2192-70, Lei de Responsabilidade Fiscal – Lei Complementar 101/2000, Contingenciamento de Crédito ao Setor Público – Resolução CMN 2.827/01), o acesso ao crédito por parte de estados e municípios tornou-se restrito.¹¹ Durante esse período, o programa de ajuste fiscal baseou-se fortemente na geração de superávits primários, utilizados prioritariamente para redução do nível de endividamento dos entes. Tal cenário manteve-se quase inalterado até 2008, ano de início da crise econômica internacional. A partir de 2009, com o entendimento da equipe econômica da época de que para o enfrentamento da crise seria necessária uma política fiscal anticíclica, o arcabouço geral que permitia a gradual redução do endividamento dos entes subnacionais passou a ser flexibilizado, com a autorização de novos financiamentos, principalmente para os estados.¹² Vários programas de financiamento a investimentos, baseados na contratação de novas operações de crédito, foram criados pelo governo e operados pelos bancos federais (entre eles, o BNDES)

11 Para entender as origens do processo de endividamento subnacional, ver Banco Mundial (1995). Entre as iniciativas pioneiras que acabaram levando à necessidade de adotar um novo arcabouço institucional no relacionamento entre a União e os entes subnacionais, cabe citar o artigo de Ardeo e Villela (1996). Para uma explicação acerca da implementação e dos resultados esperados da renegociação das dívidas do fim dos anos 1990, ver Rigolon e Giambiagi (1999). Para melhor entendimento dos desdobramentos mais recentes dessa discussão, com uma discussão das últimas renegociações, ver Mendes (2012), Credit Suisse (2017) e Tinoco (2017).

12 Para um raio X da evolução das contas fiscais dos estados na década atual, estado por estado, ver Brasil (2016). Para um retrospecto um pouco mais extenso no tempo, ver Ipea (2017).

e tinham por objetivo possibilitar o acesso ao crédito para todos os estados, independentemente de sua carteira de investimentos, situação fiscal e nível de endividamento.

A Tabela 6 mostra a trajetória, expressa em percentual do PIB, das dívidas estaduais e municipais renegociadas.¹³ Observa-se um aumento grande até 2002, por conta da superindexação do indexador principal, o Índice Geral de Preços (IGP).¹⁴ A partir de então, em função da combinação de crescimento e cumprimento dos contratos de renegociação da dívida, que implicaram o pagamento de prestações sucessivas ao longo dos anos, tanto a dívida renegociada quanto a dívida líquida interna estadual e municipal caíram de forma quase monotônica como proporção do PIB até 2011. Quando, em 2012, as contas públicas começaram a sofrer um relaxamento, com a queda do superávit primário que se seguiu de forma ininterrupta desde então, isso teve reflexo também sobre as contas estaduais e municipais, cujo superávit primário cedeu de 0,76% do PIB, em 2011, para 0,46% do PIB em 2012 e 0,32% do PIB em 2013, antes de se tornarem deficitárias em termos primários a partir de 2014. Esse processo deu-se mediante a autorização de espaço para endividamento externo, que pressionou a dívida total daí em diante. Em 2015, com a queda do denominador – o PIB – pela intensidade da recessão, todos os coeficientes de endividamento cresceram muito, no caso da dívida externa, também

13 O grosso da dívida renegociada é estadual. Na posição de dezembro de 2017, correspondente a 8,3% do PIB, a dívida estadual renegociada ao amparo da Lei 9.496 era de 7,8% do PIB e a municipal, sob a égide da Lei 2.185, de 0,5% do PIB.

14 Por conta dos efeitos da desvalorização cambial de 2001-2002, em 2001 a variação janeiro-dezembro do IGP-DI foi de 10,4%, contra uma variação do IPCA de 7,7%, enquanto em 2002 essas variações foram de 26,4% e 12,5%, respectivamente.

por causa da desvalorização cambial. Em 2016, especificamente, há um efeito expressivo de redução da dívida por conta da renegociação definida em nova legislação, favorecendo especialmente o município de São Paulo.¹⁵

Tabela 6 • Dívida líquida estadual e municipal: dezembro (% PIB)

Ano	Dívida renegociada	Outras	Total interna	Externa	Total
2000	12,3	1,6	13,9	0,9	14,8
2001	13,3	3,2	16,5	1,0	17,5
2002	14,6	3,7	18,3	1,4	19,7
2003	14,1	3,2	17,3	1,1	18,4
2004	14,2	2,8	17,0	0,9	17,9
2005	13,3	2,1	15,4	0,7	16,1
2006	12,7	1,8	14,5	0,6	15,1
2007	12,1	1,2	13,3	0,5	13,8
2008	11,9	0,8	12,7	0,6	13,3
2009	11,0	0,7	11,7	0,5	12,2
2010	10,4	0,7	11,1	0,6	11,7
2011	9,8	0,3	10,1	0,7	10,8
2012	9,5	0,5	10,0	0,8	10,8
2013	9,0	0,7	9,7	1,1	10,8
2014	8,6	1,0	9,6	1,5	11,1
2015	9,2	1,6	10,8	2,1	12,9
2016	8,3	1,8	10,1	1,8	11,9
2017	8,3	2,0	10,3	1,7	12,0

Fonte: Banco Central do Brasil (<www.bcb.gov.br>), Economia e Finanças/Séries temporais/Composição DLSP (tabelas especiais).

¹⁵ Por conta dessa renegociação, entre os meses de dezembro de 2015 e de 2016, a dívida da prefeitura de São Paulo diminuiu de R\$ 84 bilhões para R\$ 42 bilhões e a do município do Rio de Janeiro, de R\$ 14 bilhões para R\$ 10 bilhões.

A Tabela 7 fornece uma informação do conjunto dessas dívidas. Os estados respondem por 93% da dívida líquida total de estados e municípios, sendo que, entre eles, São Paulo responde por 36% da dívida líquida dos estados e Rio de Janeiro, Minas Gerais e Rio Grande do Sul – nessa ordem – somados, por mais 44% desse total.

Tabela 7 • Dívida líquida estadual e municipal: dezembro de 2017
(R\$ bilhões correntes)

Estados	Valor
São Paulo	269
Rio de Janeiro	141
Minas Gerais	108
Rio Grande do Sul	79
Goiás	18
Bahia	18
Paraná	15
Santa Catarina	14
Pernambuco	13
Outros	72
Total estados (A)	747
Municípios	Valor
São Paulo+Rio de Janeiro	54
Demais capitais	5
Demais municípios	(5)
Total municípios (B)	54
Total (A+B)	801

Fonte: Banco Central do Brasil (<www.bcb.gov.br>), Economia e Finanças/Séries temporais/Estatísticas regionalizadas, tabelas especiais.

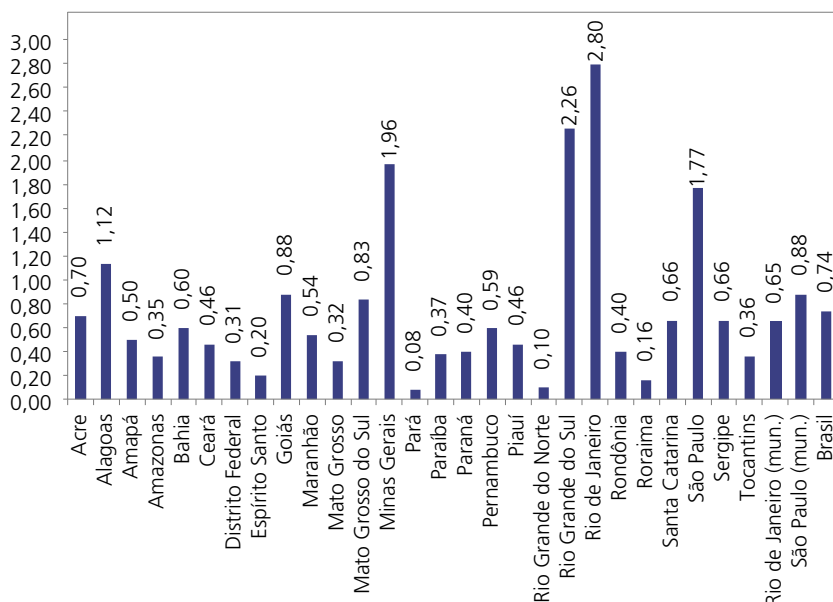
Uma observação importante a fazer é que os municípios que não os das capitais são credores líquidos, o que se explica pelo fato de que,

em sua maioria, não têm instrumentos de endividamento no sistema financeiro. Desse modo, dispondo de alguns recursos em caixa, tornam-se “devedores negativos” na classificação de dívida líquida do Banco Central.

Por último, o Gráfico 2 mostra a relação dívida líquida/receita corrente líquida dos 27 estados, bem como dos municípios de Rio de Janeiro e São Paulo. O maior coeficiente é o do estado do Rio de Janeiro (2,80), seguido pelo Rio Grande do Sul (2,26) e Minas Gerais (1,96). Embora São Paulo tenha uma dívida maior do que a dos demais, em termos absolutos, sua maior receita gera um coeficiente menor no seu caso (1,77) em relação aos outros três grandes devedores. Os outros estados, com exceção de Alagoas, têm uma dívida inferior a um ano de receita corrente líquida. Essa é a “fotografia”. Um ponto importante a ressaltar é a mudança desse indicador nos últimos dez anos. Nos destaques positivos, cabe chamar a atenção para casos como os de Goiás, Santa Catarina, Paraná e Mato Grosso, que reduziram seu endividamento do citado coeficiente, entre 2008 e 2017, de 1,27 para 0,88 no primeiro caso, de 0,91 para 0,66, no segundo, de 0,96 para 0,40, no terceiro, e de 0,85 para 0,32, no quarto, mostrando que práticas diferentes de gestão conduzem a resultados fiscais diferenciados. O caso de Alagoas, embora ainda tenha um endividamento relativo alto, merece ser citado, por causa da redução da relação dívida líquida/receita corrente líquida de 1,63 para 1,12, de 2008 a 2017. Entre os casos negativos, destaca-se o Rio de Janeiro, cujo endividamento aumentou de 1,60 para 2,80 em quatro anos. A trajetória do endividamento de cada um dos estados aparece exposta no Anexo 1.

Vale notar que a maioria dos estados tem espaço para aumento de endividamento, ao menos olhando isoladamente para a relação DCL/RCL.

Gráfico 2 • Dívida líquida estadual/receita corrente líquida: dezembro 2017



Fonte: Banco Central do Brasil (<www.bcb.gov.br>), Economia e Finanças/Séries temporais/Estatísticas regionalizadas, tabelas especiais.

Assim, a restrição formalizada pela Resolução 40/2001, do Senado Federal, que limita tal relação ao fator 2,0, não seria um obstáculo para a proposta a ser desenvolvida.

O reposicionamento do BNDES: novos devedores, novos parceiros

Como já foi explicado anteriormente, o reposicionamento do BNDES diante dos novos desafios implica seguir buscando viabilizar atividades meritórias para a economia, que não ocorreriam sem o BNDES.

Em outras palavras, o Banco deverá buscar nichos de atuação con-
dizentes com as funções clássicas de um banco de desenvolvimento,
que passam, por exemplo, pela atuação onde existam externalidades
relevantes e restrição de crédito. Nesse sentido, acredita-se que haja
potencial para ser explorado no que diz respeito à atuação da insti-
tuição no seu relacionamento com os entes subnacionais.

Antes de apresentar a proposta, é importante entender a dinâmica
das dívidas estaduais e municipais. Ao longo dos anos, o fluxo de
amortizações reduzirá paulatinamente essa dívida. Concomitante-
mente, portanto, surgirá espaço para a criação de novas formas de
endividamento desses entes com outros agentes, uma vez que, em
termos macroeconômicos, não chega a haver necessidade de que a
dívida de estados e municípios caia a níveis próximos de zero em
uma economia em expansão, em que a substituição de dívidas pode-
ria ser perfeitamente consistente com a redução dos indicadores de
endividamento sobre o PIB.

Desse ponto de vista, é importante ressaltar os dados da Ta-
bela 8, que mostra o cronograma de vencimento da dívida líquida
de estados e municípios. O montante total de endividamento
era de R\$ 784 bilhões, em fevereiro de 2018. Desses, R\$ 199 bi-
lhões (ou 25% do total) vencerão até cinco anos e R\$ 319 bilhões
(41% do total) vencerão entre cinco e dez anos. Para ter em mente
a ordem de grandeza envolvida, nota-se que a carteira de emprés-
timos do BNDES a estados e municípios correspondia, no fim de
2017, a um montante de R\$ 49 bilhões. Assim, trata-se de uma
oportunidade de atuação, principalmente quando se pensa que a
União, após um novo refinanciamento, instituído pela Lei Com-
plementar 156/2016, pode não estar inclinada a conceder novos
refinanciamentos no futuro.

Tabela 8 • Cronograma de vencimento da dívida líquida dos E&M (R\$ milhões)

Discriminação	Faixas de vencimento						Total
	Até 1 ano	De 1 a 3 anos	De 3 a 5 anos	De 5 a 10 anos	De 10 a 20 anos	Após 20 anos	
Dívida líquida total							
Governos estaduais	(12,9)	70,4	119,7	293,5	238,8	11,5	721,1
Governos municipais	(1,1)	8,4	13,9	25,2	15,4	1,3	63,1
Dívida líquida interna							
Governos estaduais	(20,2)	56,6	105,2	264,2	215,7	0,0	621,5
Governos municipais	(1,9)	6,8	12,3	22,0	12,9	0,0	52,1
Dívida líquida externa							
Governos estaduais	7,4	13,8	14,6	29,3	23,1	11,5	99,6
Governos municipais	0,8	1,5	1,6	3,2	2,5	1,3	10,9

Fonte: BCB (2018).

Nesse caso, estados e municípios podem pagar parte de suas dívidas com o Tesouro Nacional e, com o espaço disso resultante, se endividar parcialmente, na margem, com o BNDES, sem que isso implique aumento do endividamento total. Por sinal, em um contexto de crescimento com aumento de receita, a relação dívida/receita desses entes até diminuiria. Pensando na construção de uma estratégia de apoio por meio de crédito público a estados e municípios, uma questão a ser observada é que, teoricamente, a maior oferta de crédito deveria ter inicialmente como objetivo, idealmente, ampliar, pelo menos na mesma magnitude, os investimentos realizados pelos estados, de forma a contribuir para a melhoria nas condições de crescimento do PIB e/ou da qualidade de vida da população. Entretanto, os números dos últimos anos mostram que esse objetivo não foi alcançado, uma vez que as operações de crédito vêm substituindo parte dos investimentos realizados com recursos próprios,

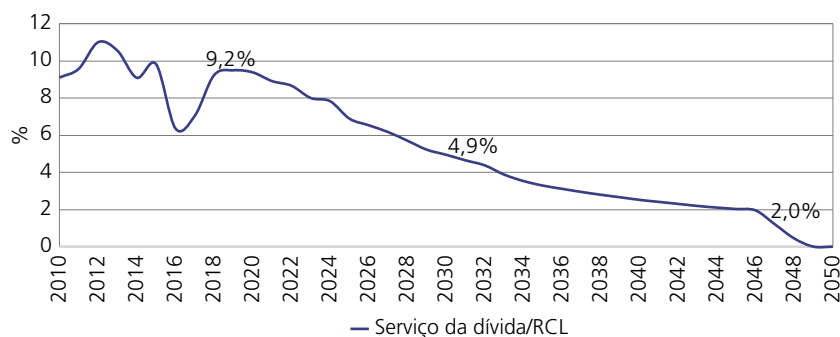
deslocando-os para o financiamento das despesas de custeio, principalmente despesa com pessoal. Estas foram fortemente pressionadas pelas despesas previdenciárias, que se somam às despesas com juros, em função das novas operações de crédito contratadas e a contratar (já autorizadas).

Assim, nota-se um primeiro desafio para a proposta de apoio creditício a estados e municípios. Em realidade, para que haja êxito no projeto, os entes subnacionais precisam estar fiscalmente equilibrados no longo prazo, com capacidade de endividamento e, posteriormente, de pagamento do empréstimo. E o que ocorre, hoje, é que o déficit da Previdência dos regimes próprios, na ausência de reformas na matéria, avançará sobre a receita corrente, em particular no caso dos estados, gerando riscos de insolvência. Por isso, a reforma previdenciária torna-se fundamental, eventualmente com regras mais rígidas – para idade mínima e período de transição, por exemplo – nos regimes próprios em relação ao Regime Geral da Previdência Social (RGPS).¹⁶

Ainda em relação à situação orçamentária dos entes subnacionais, vale destacar a perspectiva de queda do serviço da dívida como proporção da receita corrente líquida (RCL) dos estados. Com base em dados de Brasil (2017), o Gráfico 3 mostra que o serviço da dívida sobre o RCL cairá progressivamente de 9%, em 2018, para pouco menos de 5%, até 2030, de onde seguirá em tendência de queda até 2050. A título de comparação, nota-se que a RCL agregada dos estados foi de quase R\$ 600 bilhões (dados do segundo quadrimestre de 2017). Um alívio de 4% da RCL, embora não aconteça rapi-

¹⁶ Instituto Teotônio Vilela (2016, p. 14) apresenta dados comparando o tamanho da dívida atuarial com a dívida explícita dos entes subnacionais com a União, mostrando que estas representam apenas uma pequena fração de suas respectivas dívidas previdenciárias.

Gráfico 3 • Serviço da dívida/RCL (%) – 2010 a 2050



Fonte: Brasil (2017).

damente no curto prazo, corresponde a cerca de R\$ 24 bilhões ao ano no agregado, contribuindo, tudo o mais constante, para melhor situação financeira futura dos estados.

Em relação ao desafio anteriormente mencionado, é importante destacar que o Tesouro Nacional vem se esforçando para modernizar o Sistema de Garantias da União, a fim de torná-lo mais transparente e responsável (BRASIL, 2017). Há uma nova classificação de risco em desenvolvimento, que funcionará como instrumento para auxiliar o endividamento sustentável dos entes. Tais medidas dão maior segurança para as instituições financeiras, como o BNDES, e podem contribuir para que a União passe a fornecer garantia para os entes que merecerem, ajudando a contornar eventuais problemas com as garantias tradicionais (fundos).

Essas iniciativas fazem parte de um conjunto de ações que vêm sendo implementadas pelo Governo Federal e pelo Banco Central, com vistas a dar maior segurança e sustentabilidade às finanças públicas e ao sistema financeiro. Vale, nesse sentido, chamar atenção para a

Resolução 4.589/2017 do Banco Central, que define limite de exposição e limite global anual de crédito ao setor público. Em 2018, por exemplo, o limite para contratação de operações de crédito é de R\$ 17 bilhões, para operações com garantia da União, e de R\$ 7 bilhões para operações sem garantia da União, totalizando R\$ 24 bilhões de limite.

Dessa forma, é importante destacar que, caso haja viabilidade de se expandir a carteira com entes subnacionais, certamente essa estratégia estará respaldada por um ambiente institucional mais desenvolvido, com maior segurança para as instituições financeiras.

Agora sim, de posse desse conjunto de dados, pode-se elaborar uma proposta conjunta abrangendo as diferentes variáveis apresentadas até agora.

Uma ideia promissora

Nesta seção, desenvolve-se uma ideia com um potencial interessante no futuro. O fato é que, em um contexto no qual tradicionais clientes do Banco poderão se desinteressar em acessar os seus recursos por causa da redução das taxas de juros e da vigência da TLP, a perspectiva de redução da dívida de estados e municípios com o Governo Federal abre um horizonte que pode ser importante ao Banco explorar, como instituição financeira, ressalvados os óbvios cuidados referentes à gestão de riscos, ligados, em particular, à necessidade de evitar grande concentração de créditos na mão de poucos devedores.

A ideia de o BNDES passar a priorizar determinadas atividades ligadas tipicamente a gastos com forte predomínio de participação do

setor público, especialmente os estados, tem sido reconhecida oficialmente pela instituição. Recentemente, como fruto do trabalho de consultoria da empresa Roland Berger, destinado ao reposicionamento estratégico da instituição, foi explicitada como uma das prioridades no âmbito das missões estratégicas do BNDES, nos setores de educação, saúde e segurança, “aumentar o nível de qualificação e os padrões de produtividade do trabalho e melhorar as condições atuais de saúde e segurança pública” (BNDES, 2018, p. 14).

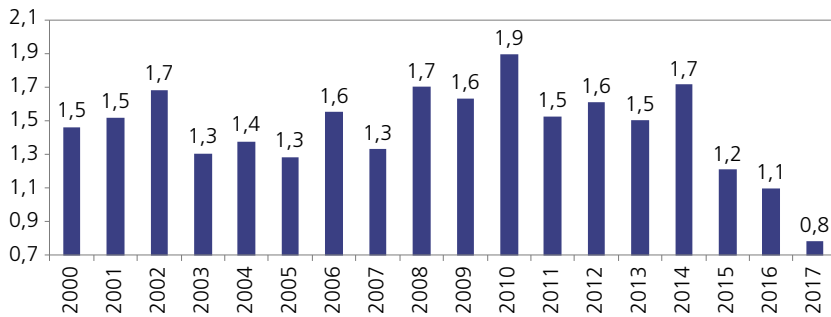
Dessa maneira, enquanto a estratégia de apoio a estados e municípios pode ser interessante para o Banco como instituição financeira, na medida em que existe um novo cenário de atuação para o BNDES, principalmente com a introdução da TLP, é também interessante na perspectiva de um banco de desenvolvimento, uma vez que esse apoio tem o potencial de atuar em falhas de mercado tradicionais, como externalidades e restrição de crédito de longo prazo. O investimento público, quando bem executado, é um dos motores do crescimento de longo prazo e do bem-estar social. Há uma literatura importante sobre multiplicadores fiscais que encontra evidências nesse sentido.¹⁷

A conjuntura econômica atual restringe bastante o investimento dos estados e municípios, como pode ser observado por meio das estatísticas de investimento público. O Gráfico 4 apresenta esses dados, mostrando que, desde o ano 2000, o ano de 2017 foi o pior em matéria de investimento dos entes subnacionais, quando ficou pela primeira vez abaixo de 1,0% do PIB.¹⁸

17 Ver, por exemplo, Orair, Siqueira e Gobetti (2016).

18 Isso vale também para toda a série histórica, que teve início em 1947. O ano de 2017 foi o primeiro com o investimento abaixo de 1,0% do PIB.

Gráfico 4 • Investimento público – estados e municípios (% PIB) – 2000 a 2017



Fonte: Ipea (2017).

Nesse contexto, argumenta-se que o BNDES deveria estudar a possibilidade de atuar com estados e municípios nos próximos anos. Em uma primeira fase, é provável que os estados não tenham espaço fiscal para a contratação de novos créditos para investimento. Então, o apoio poderia se concentrar em desempenhar um papel importante na substituição das fontes de financiamento dos estados, que gradualmente reduziriam a sua exposição no Tesouro Nacional, na medida em que forem vencendo as suas dívidas, trocando-as parcialmente por dívidas com o BNDES. Embora possam ser similares às originais, as condições de prazos e custo poderiam ser melhores do que as que os estados obteriam ao se endividarem no mercado.¹⁹ Em uma etapa posterior, o apoio a estados e municípios pode ser

¹⁹ Uma das razões para isso é que os bancos privados têm um leque de atuação muito mais amplo, o que os leva a ter menor apetite para o risco quanto à validade das garantias tradicionais fornecidas pelos estados e municípios (fundos constitucionais). Alternativamente, bancos públicos poderiam se tornar potenciais competidores pelo crédito a estados e municípios. Contudo, há evidências de que a Caixa se encontra em situação que inspira cuidados, incluindo questões relacionadas a níveis prudenciais. Ademais, partindo do pressuposto de que a União deixará de fazer novos refinanciamentos, abre-se um mercado bastante amplo, no qual diferentes competidores poderiam coexistir.

direcionado gradualmente a projetos de investimento, prioritariamente àqueles relacionados à melhoria de infraestrutura física e social. O *timing* de cada etapa será dependente da evolução do cenário macroeconômico dos próximos anos, principalmente em relação ao bloco fiscal.

Ademais, no apoio às políticas públicas, o Banco poderia, então, ter um papel similar ao que o BID ou o Banco Mundial têm no suporte aos países. Quando o BID analisa um programa de US\$ 500 milhões, por exemplo, de “apoio à modernização da educação na Colômbia”, carrega consigo as experiências de programas similares apoiados previamente em diversos outros países, beneficiando-se da experiência ali acumulada. Pode, em função disso, aprender com os erros, identificar o que não deu certo em outros casos e enriquecer cada novo programa com os acertos dos anteriores.

Analogamente, o BNDES poderia ser uma espécie de *locus* de acumulação de conhecimento setorial sobre políticas públicas estaduais, contribuindo para financiar programas de modernização da gestão pública em diversos estados, particularmente nas áreas de saúde, educação e segurança, com um olhar técnico sobre os projetos e a centralização da reflexão sobre eles. O mesmo raciocínio pode ser válido para pensar em emprestar a entidades – municípios com acesso restrito ao crédito, por exemplo – que possam ter interesse em financiar projetos de investimento de longo prazo.

Ressalte-se, a propósito, que um recente e bastante comentado documento oficial da Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) sobre o Brasil, mesmo fazendo críticas

à ação do BNDES na década passada, explicita nas suas recomendações para aumentar o investimento que o país deveria “*make wider use of BNDES technical capacity to assist public entities in project restructuring, especially local governments*” (OECD, 2018, p. 11).

Essa poderia ser, portanto, uma estratégia a ser perseguida pelo governo. Evidentemente, para que funcione um projeto dessa envergadura – que implica mudar, em parte, o perfil da composição da carteira de crédito do Banco –, há quatro questões que se revestem de condição *sine qua non* para a própria implementação. A primeira é que os estados promovam um processo de ajustamento da sua situação fiscal, com ênfase nas necessárias mudanças das políticas de pessoal e especialmente nas regras de aposentadoria, sem o que o quadro fiscal será de penúria na grande maioria dos casos, dificultando enormemente a viabilidade financeira dos projetos.²⁰ A segunda condição é que o sistema de financiamento deve ser contratado com a amortização constante do principal, de forma a garantir serviço da dívida decrescente, restituindo sistematicamente espaço no orçamento para novas contratações de crédito. A terceira é haver um sistema de garantias de boa qualidade que, em caso de descumprimento do contrato, assegure o devido ressarcimento ao Banco, para que este não venha a sofrer perdas no seu balanço patrimonial. Finalmente, a quarta condição é que, naturalmente, o BNDES não deve nunca ultrapassar os limites de exposição prudencial referentes a cada devedor individualmente considerado.

20 Esse aspecto poderia fazer parte até de alguma contrapartida à operação de crédito a ser desenhada posteriormente.

Reflexões jurídicas sobre a constituição de garantias no caso de entes públicos

O BNDES, na qualidade de instituição financeira integrante do Sistema Financeiro Nacional, deve, no desempenho de sua atividade econômica, agir em consonância com as boas práticas bancárias e em estrita observância das normas prudenciais editadas pelo Conselho Monetário Nacional, em especial, aquelas atinentes às garantias que visam assegurar o recebimento do crédito concedido.

Inicialmente, deve-se ter em mente que, em relação às garantias fornecidas por estados e municípios, incidem restrições e limitações de maior monta quando comparadas às garantias oferecidas por entes privados. Tais restrições/limitações decorrem especialmente do regime jurídico aplicável aos bens públicos. Com efeito, diferentemente do que ocorre com os particulares, que podem dispor de seus bens como lhes aprouver, tal regime jurídico, de direito público, impede ao administrador público dispor livremente dos bens que estão sujeitos à sua administração. Por essa razão, o regime jurídico aplicável aos bens públicos impõe-lhes algumas características, a saber: (i) inalienabilidade relativa;²¹ (ii) impenhorabilidade; (iii) imprescritibilidade (não são suscetíveis de aquisição por usucapião, independentemente da categoria a que pertençam);²² e (iv) não onerabilidade.

21 Diz-se que a inalienabilidade é relativa, pois, de acordo com o art. 101 do Código Civil, “os bens públicos dominicais podem ser alienados, observadas as exigências da lei”. De acordo com o Código Civil, bens dominicais são aqueles que constituem o patrimônio da União, dos estados e dos municípios, como objeto de direito pessoal ou real de cada uma dessas entidades.

22 Alguns doutrinadores defendem que os bens dominicais podem ser adquiridos por usucapião.

Entre todas as características acima mencionadas, afigura-se relevante ao presente trabalho a da não onerabilidade, a qual consiste na impossibilidade de os bens públicos serem onerados. Em razão dessa característica, os bens públicos, em tese, não podem ser oferecidos a um credor em garantia ao adimplemento de uma obrigação principal.

Parte da doutrina administrativista (MEDAUAR, 2007, p. 243; GASPARINI, 2005, p. 746) defende que a impossibilidade de oneração decorre da própria inalienabilidade dos bens públicos, diante do que prescreve o art. 1.420 do Código Civil, no sentido de que só os bens que podem ser alienados podem ser dados em garantia. Já outros autores (MEIRELLES, 2006, p. 542; CARVALHO FILHO, 2013, p. 1.007) consideram também a impenhorabilidade como o fundamento impeditivo à oneração dos bens públicos, na medida em que a satisfação do crédito contra a Fazenda Pública não pode se dar sem a observância do regime de precatórios estabelecido pelo art. 100 da Constituição da República. Logo, não poderiam os bens públicos ser executados na forma da lei processual civil.

Ora, se a inalienabilidade dos bens públicos, como apontam os estudiosos do Direito Administrativo, não abrange os bens dominicais – entendidos como tais todos aqueles que não estejam destinados ao uso público em geral (bens de uso comum do povo) ou que não se prestem à consecução das atividades administrativas (bens de uso especial) –, por conseguinte, não nos parece que a restrição à oneração dos bens públicos seja absoluta. Nesse sentido, são de enorme valia os ensinamentos de Floriano de Azevedo Marques Neto – com os quais compartilhamos – quando advoga pela possibilidade de os bens dominicais e as rendas públicas serem dados em garantia. Confira-se:

A regra do artigo 100 (agora da Constituição federal) e, por conseguinte, a impenhorabilidade têm, a nosso ver, dupla finalidade. De um lado, ordenar o sistema de exigibilidade dos créditos contra a Fazenda, impedindo que a satisfação dos créditos dos particulares sirva para desorganizar as finanças públicas ou para cometer, aos distintos juízos de execução ou aos credores, liberdade para escolher os bens que servirão para satisfazer os débitos. De outro, cumpre uma função de homenagear os princípios da moralidade, da impessoalidade e da isonomia (interditando deferências de privilégios no recebimento dos créditos contra o poder público). Ora, nenhuma das duas finalidades (e nenhum dos dois princípios, por suposto) seria afligida com a oneração dos bens dominicais para fazer frente a certos débitos. *Isso porque a disponibilização do bem em garantia, pressupõe-se, é antecedida por uma decisão do Poder Público (e não do credor), amparada e lei permissiva. Portanto, a oneração não acarretaria nem em desorganização das finanças públicas (pois, mesmo sob a luz da Lei de Responsabilidade Fiscal, os débitos originados de operação de crédito devem estar previstos e consolidados nas leis orçamentárias), nem em uma alienação de bens ao alvedrio do credor, já que os bens dados em garantia estariam previamente consagrados a esta finalidade. (...). Temos conosco que, ao menos nas hipóteses em que a lei reservar um conjunto de bens dominicais, consagrando-os às finalidades de servir como garantia real a operações de crédito (por exemplo, parcerias público-privadas regidas pela Lei nº 11.079/04), não se poderá falar em não onerabilidade dos bens públicos, traço característico a nosso ver não aplicável a todos os bens públicos* (MARQUES NETO, 2009, p. 300-301, grifo nosso).

Ultrapassada, portanto, a questão atinente à possibilidade de os bens públicos serem onerados, ainda que tal possibilidade, evidentemente, não seja absoluta, examinam-se agora os aspectos e riscos inerentes às principais garantias que poderão ser utilizadas pelo BNDES, *vis-à-vis* uma análise evolutiva da legislação e da jurisprudência acerca da matéria.

Da vinculação de receitas do FPE e do FPM

Como se sabe, o BNDES utiliza os recursos do Fundo de Participação dos Estados (FPE) e do Fundo de Participação dos Municípios (FPM) como garantia-reserva de meios de pagamento, o que consubstancia uma garantia para o caso de inadimplemento do ente federativo devedor. A respeito do tema, há quem defenda que o § 4º do art. 167 da Constituição da República, introduzido pela Emenda Constitucional 3, de 17 de março de 1993, somente permite a vinculação dos recursos do FPM e do FPE para a prestação de garantia ou pagamento à União, razão pela qual, *a contrario sensu*, estaria vedada a vinculação dessas receitas em favor de qualquer outro ente ou entidade da Administração Pública. Vejamos a redação do referido dispositivo constitucional:

Art. 167. (...)

(...)

§ 4º É permitida a vinculação de receitas próprias geradas pelos impostos a que se referem os arts. 155 e 156, e dos recursos de que tratam os arts. 157, 158 e 159, I, a e b, e II, para a prestação de garantia ou contragarantia à União e para pagamento de débitos para com esta.

Ocorre que essa interpretação, a nosso juízo, não se afigura adequada, porquanto desconsidera a regra enunciada no art. 167, IV,

da Constituição de 1988. Dito preceito, ao trazer a vedação quanto à vinculação de determinadas receitas públicas a certas despesas, é expresso ao vedar a vinculação de receitas de *impostos*, havendo, portanto, a possibilidade de vinculação de outras receitas públicas, tais como as do FPE e do FPM. Ademais, esse mesmo dispositivo ainda ressalva expressamente a possibilidade de vinculação da receita oriunda da repartição do produto da arrecadação dos impostos a que se referem os arts. 158 e 159 da Carta Magna, o que inclui os recursos desses fundos de participação, a despesas específicas. Vejamos a redação desse preceito constitucional:

Art. 167. São vedados:

(...)

IV – a vinculação de receita de *impostos* a órgão, fundo ou despesa, ressalvadas a repartição do produto da arrecadação dos impostos a que se referem os arts. 158 e 159, a destinação de recursos para as ações e serviços públicos de saúde, para manutenção e desenvolvimento do ensino e para realização de atividades da administração tributária, como determinado, respectivamente, pelos arts. 198, § 2º, 212 e 37, XXII, e a prestação de garantias às operações de crédito por antecipação de receita, previstas no art. 165, § 8º, bem como o disposto no § 4º deste artigo; (grifo nosso)

Portanto, a interpretação isolada do art. 167, § 4º da Constituição da República, faria com que a regra excepcional veiculada no inciso IV do art. 167, antes transcrito, de nada valesse, e como a Constituição (assim como as leis em geral) não contém palavras inúteis, entendemos que essa interpretação não merece prosperar.

Dessa forma, parece-nos que a finalidade principal do § 4º do art. 167 é permitir a vinculação de receitas geradas pelos impostos *próprios*

a que se referem os arts. 155 e 156, em garantia e contragarantia à União, o que antes do advento da Emenda Constitucional 03/93 era vedado pelo ordenamento jurídico. A repetição nesse dispositivo, no que diz respeito às receitas constantes nos arts. 158 e 159, teve o objetivo de evitar eventual interpretação no sentido de excluí-las dessa finalidade. Ou seja, em relação às receitas do FPM e do FPE, o § 4º do art. 167 apenas descreve, de forma exemplificativa, duas hipóteses em que a vinculação desses recursos é possível, sem, contudo, vedar sua vinculação a outras finalidades.

Nessa linha, o Supremo Tribunal Federal (STF) vem admitindo a vinculação de outras receitas públicas, inclusive tributárias diversas de impostos, conforme se pode verificar no julgamento da Ação Direta de Inconstitucionalidade 3.643/RJ,²³ cuja ementa assim dispõe:

CONSTITUCIONAL. AÇÃO DIRETA DE INCONSTITUCIONALIDADE. INCISO III DO ART. 4º DA LEI Nº 4.664, DE 14 DE DEZEMBRO DE 2005, DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO. TAXA INSTITUÍDA SOBRE AS ATIVIDADES NOTARIAIS E DE REGISTRO. PRODUTO DA ARRECADAÇÃO DESTINADO AO FUNDO ESPECIAL DA DEFENSORIA PÚBLICA DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO. *É constitucional a destinação do produto da arrecadação da taxa de polícia sobre as atividades notariais e de registro, ora para tonificar a musculatura econômica desse ou daquele órgão do Poder Judiciário, ora para aportar recursos financeiros para a jurisdição em si mesma. O inciso IV do art. 167 da Constituição passa ao largo do instituto da taxa, recaindo, isto sim, sobre qualquer modalidade de imposto.* (grifo nosso)

23 DJ. 16.2.2007.

Portanto, o princípio da não afetação previsto nesse artigo constitucional só é aplicável às receitas de impostos, não devendo ser ampliados seu sentido e seu alcance para abarcar outras receitas não enquadradas nesse conceito. Até mesmo porque, conforme exigido pelas regras de hermenêutica, a norma jurídica que institui vedação ou proibição deve ser interpretada de forma estrita ou restritiva (MAXIMILIANO, 1995, p. 223).

A natureza dos recursos do FPE e do FPM

Quando ainda nos cofres da União, a receita descrita no art. 159 da Constituição da República tem evidente natureza tributária. Todavia, isso não quer dizer que, após a transferência pela União, essa natureza seja mantida. Na verdade, ao ingressar na reserva dos fundos e nos cofres dos estados e dos municípios, tais receitas passam a ser contabilizadas não como tributárias, mas sim como transferências intergovernamentais. O motivo dessa modificação na classificação decorre do fato de esses entes da federação não terem qualquer ingerência sobre os impostos federais, ou seja, esses recursos não constituem receita dos seus impostos.

Nesse sentido, vale citar a doutrina de Regis Fernandes de Oliveira:

Há receitas que denominamos de transferidas, porque, embora provindas do patrimônio particular (a título de tributo), não são arrecadadas pela entidade política que vai utilizá-las. De acordo com os arts. 157 a 162 da CF, a competência para a instituição do tributo pode ser, por exemplo, da União, só que não se destina a ela o produto da arrecadação: tem de transferi-lo seja aos Estados, seja aos Municípios ou ao Distrito Federal. Assim, o dinheiro ingressa nos cofres públicos de Estados e Municípios não

em virtude de seu poder constitutivo sobre o particular nem por exploração de seus próprios bens, mas recebem o dinheiro em decorrência do exercício da competência de outra entidade política que, por disposição constitucional, transfere aos cofres de Estados e Municípios (OLIVEIRA, 2017, p. 130).

Esse também é o entendimento do STF, conforme se pode observar no julgamento do Recurso Extraordinário 184.116/MS.²⁴ Na oportunidade, a Suprema Corte analisou a possibilidade de determinado município outorgar poderes a um credor para receber sua cota-parte na arrecadação do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), decidindo da seguinte forma:

(...)

ACORDO – DÉBITO – ICMS – PARTICIPAÇÃO DO MUNICÍPIO. Inexiste ofensa ao inciso IV do artigo 167 da Constituição Federal, no que utilizado o produto da participação do município no ICMS para liquidação de débito. A vinculação vedada pelo Texto Constitucional está ligada a tributos próprios.

Dessa forma, entende-se que, ao ingressarem nas reservas dos fundos e nos cofres dos municípios e dos estados, essas receitas têm sua natureza tributária modificada para transferência intergovernamental, não podendo, portanto, ser classificadas como receitas de impostos para fins do princípio da não afetação previsto no art. 167, IV, da Constituição da República.

²⁴ DJ 16.2.2001.

A retenção de cotas dos fundos de participação em face do art. 160 da Constituição

O art. 160 da Constituição da República assim dispõe:

Art. 160. É vedada a retenção ou qualquer restrição à entrega e ao emprego dos recursos atribuídos, nesta seção, aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios, neles compreendidos adicionais e acréscimos relativos a impostos.

Parágrafo único. A vedação prevista neste artigo não impede a União e os Estados de condicionarem a entrega de recursos:

I – ao pagamento de seus créditos, inclusive de suas autarquias;

II – ao cumprimento do disposto no art. 198, § 2º, II e III.

Como cediço, a autonomia financeira dos estados, do Distrito Federal e dos municípios depende dos recursos constantes do FPE e do FPM, respectivamente, havendo necessidade de estabelecer mecanismos que assegurem o fiel cumprimento das normas da Constituição da República acerca da transferência de verbas para os mencionados fundos. Essa é a função da regra inscrita na cabeça do artigo supratranscrito. Tendo em vista a finalidade do mencionado dispositivo constitucional (autonomia financeira dos entes federativos) em cotejo com a sua posição geográfica (Título VI, Capítulo I, Seção VI – Da Repartição das Receitas Tributárias), bem como, ainda, a norma veiculada no art. 18 da Constituição da República,²⁵

²⁵ Art. 18. A organização político-administrativa da República Federativa do Brasil compreende a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, todos autônomos, nos termos desta Constituição.

a regra inscrita no art. 160 parece ter destinatários certos, quais sejam, os entes repassadores, que, unilateralmente, não podem criar óbices ao recebimento de tais recursos pelos entes destinatários.

Nesse contexto, a União e os estados não podem reter ou impor restrição à entrega e ao emprego dos recursos que, devido ao mandamento constitucional, devam ser repassados aos estados, ao Distrito Federal e aos municípios. Tal situação não se confunde com a hipótese em que o ente destinatário dos recursos, voluntariamente, e por decisão democrática exarada pelo Legislativo local, ofereça as suas cotas para o pagamento de determinada despesa.

Permitir que o ente destinatário escolha a forma como vai utilizar as receitas do FPM e do FPE preserva o equilíbrio federativo e mantém a autonomia administrativa e financeira dos estados e municípios (arts. 1º e 18 da Constituição da República), pois, como já exposto, esses recursos são de titularidade desses entes da Federação. Existem diversos julgados nesse sentido nos Tribunais Regionais Federais, como se pode conferir abaixo:

TRF 1ª Região²⁶

APELAÇÃO EM MS Nº 96.01.34192-7/BA

EMENTA: ADMINISTRATIVO. FUNDO DE PARTICIPAÇÃO DOS MUNICÍPIOS. CONTRATO DE FINANCIAMENTO. GARANTIA. COTAS DO FPM. BLOQUEIO.

É legítimo o bloqueio, por parte do agente financeiro, das cotas do FPM dadas em garantia em contrato de financiamento.
(grifo nosso)

²⁶ No mesmo sentido, há no TRF 1ª Região os seguintes julgados: Agravo de Instrumento 1998.01.00.059421-7/BA, Agravo de Instrumento 1997.01.00.041013-0/BA, Remessa Ex Offício 96.01.27594-0/MA.

TRF 3ª Região

AGRAVO DE INSTRUMENTO Nº 2003.03.00.015708-8

EMENTA: PROCESSO CIVIL – AGRAVO DE INSTRUMENTO – EFEITO SUSPENSIVO DEFERIDO – AGRAVO REGIMENTAL – CONTAS DO FPM – VEDAÇÃO À RETENÇÃO E À DESTINAÇÃO – ART. 160, CF – DISPONIBILIDADE A ÔNUS PELO CREDOR – INEXISTÊNCIA DE VEDAÇÃO – AGRAVO REGIMENTAL IMPROVIDO.

1. O art. 160 da Constituição Federal veda a retenção ou a restrição à entrega e ao emprego das cotas do Fundo de Participação dos Municípios, mas não veda a que este onere o crédito que lhe pertence, considerando-se tal ato como inerente ao seu direito de delas dispor, livremente. (grifo nosso)

No âmbito legal, cumpre registrar que leis complementares e ordinárias preveem a vinculação das receitas dos referidos fundos, em observância à autonomia dos entes federativos, como se vê abaixo:

Lei Complementar nº 77, de 13 de julho de 1993

Art. 27. Por opção do Município devedor, a União empregará 3% da correspondente parcela do Fundo de Participação dos Municípios (FPM) na amortização de sua dívida para com o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – FGTS, e 9% na amortização de sua dívida para com a Previdência Social. (grifo nosso)

Lei nº 9.639, de 25 de maio de 1998

Art. 1º Os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, até 31 de agosto de 2001, poderão optar pela amortização de suas dívidas para com o Instituto Nacional do Seguro Social – INSS, oriundas de contribuições sociais, bem como as decorrentes de

obrigações acessórias, até a competência junho de 2001, mediante o emprego de quatro pontos percentuais do Fundo de Participação dos Estados – FPE e de nove pontos percentuais do Fundo de Participação dos Municípios – FPM. (grifo nosso)

Lei nº 11.079, de 30 de dezembro de 2004

Art. 8º As obrigações pecuniárias contraídas pela Administração Pública em contrato de parceria público-privada poderão ser garantidas mediante:

I – vinculação de receitas, observado o disposto no inciso IV do art. 167 da Constituição Federal; (grifo nosso)

Ressalte-se que, até a presente data, essas normas não tiveram sua inconstitucionalidade declarada, com efeitos *erga omnes*, pelo Poder Judiciário, razão pela qual gozam de presunção de constitucionalidade e de validade, sendo dotadas de plena eficácia. Logo, na verdade, o comando do art. 160 da Carta Magna, em consonância com o pacto federativo, reforça a autonomia dos entes destinatários, pois impede qualquer ingerência por parte do ente repassador, competindo àqueles a decisão política de como utilizar os recursos.

Da utilização dos *royalties* de petróleo como garantia de empréstimos financeiros

Por fim, não se pode deixar de mencionar a recém-editada Lei 13.609, de 10 de janeiro de 2018, que alterou a Lei 9.478, de 6 de agosto de 1997,²⁷ com o escopo de autorizar a União a depositar os *royalties*

²⁷ Essa lei “Dispõe sobre a política energética nacional, as atividades relativas ao monopólio do petróleo, institui o Conselho Nacional de Política Energética e a Agência Nacional do Petróleo e dá outras providências”.

do petróleo diretamente no banco que recebeu os recursos como garantia para operação de empréstimo com estado ou município. Nesse sentido, veja-se a nova redação do art. 47 da Lei 9.478/1997, acrescida dos parágrafos introduzidos pela Lei 13.609/2018:

Art. 47. (...)

§ 5º *No caso dos Estados e dos Municípios, os recursos de que trata o § 4º deste artigo serão creditados em contas bancárias específicas de titularidade deles.* (Incluído pela Lei nº 13.609, de 2018)

§ 6º Observado o disposto no § 9º deste artigo, na hipótese de o Estado ou o Município ter celebrado operação de cessão ou transferência, parcial ou total, dos seus direitos sobre os *royalties* ou de antecipação, parcial ou total, das receitas decorrentes dos direitos sobre os *royalties*, os recursos de que trata o § 4º deste artigo serão creditados pelo seu valor líquido, após as deduções de natureza legal, tributária e/ou contratual anteriormente incidentes, se houver, e desde que tais deduções tenham prioridade de pagamentos, diretamente pela União, em conta bancária específica de titularidade dos investidores, no Brasil ou no exterior, ou de entidade representativa dos interesses dos investidores que tenham contratado com o Estado ou o Município a respectiva operação de cessão ou transferência de direitos sobre os *royalties* ou de antecipação das receitas decorrentes dos direitos sobre os *royalties*. (Incluído pela Lei nº 13.609, de 2018)

§ 7º *Na hipótese prevista no § 6º deste artigo, a União não poderá alterar a conta bancária específica indicada para o pagamento dos direitos e receitas sobre os royalties sem a prévia e expressa autorização do beneficiário da operação.* (Incluído pela Lei nº 13.609, de 2018) (grifos nossos)

Trata-se, indubitavelmente, de uma medida que permite maior segurança para o crédito direcionado aos estados e municípios, contribuindo para o equilíbrio das contas públicas e propiciando, em especial aos estados em crise que tenham créditos em *royalties*, como o Rio de Janeiro, a possibilidade de acesso ao crédito em condições mais favoráveis, inclusive em instituições financeiras privadas.

Outro avanço da Lei 13.609/2018 digno de registro concerne à previsão da regra estatuída no § 8º da Lei 9.784/97, no sentido de que

eventual adesão do Estado ao Regime de Recuperação Fiscal previsto na Lei Complementar nº 159, de 19 de maio de 2017, não poderá afetar a transferência dos direitos e receitas sobre os *royalties* para a conta bancária específica de titularidade do investidor ou da entidade representativa dos interesses do investidor referida no § 6º deste artigo, até o integral cumprimento da obrigação assumida.

Ora, como se sabe, o Regime de Recuperação Fiscal (RRF) instituído pela Lei Complementar 159/2017²⁸ foi criado para fornecer aos estados²⁹ com grave desequilíbrio financeiro os instrumentos para o ajuste de suas contas. Portanto, o aludido regime de recuperação complementa e fortalece a Lei de Responsabilidade Fiscal, que não trazia até então previsão para o tratamento dessas situações.

De acordo com o art. 3º da Lei Complementar 159/2017, considera-se habilitado a aderir ao RRF (situação que caracteriza grave desequilíbrio financeiro) o estado que atenda aos seguintes requisitos cumulativamente:

²⁸ A referida lei complementar foi regulamentada pelo Decreto 9.109, de 27 de julho de 2017.

²⁹ É importante ressaltar que as referências a estados, constantes da LC 159/2017, compreendem também o Distrito Federal (Art. 1º, § 4º).

- receita corrente líquida anual menor do que a dívida consolidada no fim do exercício financeiro anterior ao do pedido de adesão ao Regime de Recuperação Fiscal, nos termos da Lei Complementar 101, de 4 de maio de 2000;
- somatório das suas despesas com pessoal, juros e amortizações igual ou maior do que 70% da receita corrente líquida aferida no exercício financeiro anterior ao do pedido de adesão ao Regime de Recuperação Fiscal; e
- valor total de obrigações contraídas maior do que as disponibilidades de caixa e equivalentes de caixa de recursos sem vinculação, a ser apurado na forma do art. 42 da Lei Complementar 101, de 4 de maio de 2000.

Segundo informações constantes do sítio eletrônico do Tesouro Nacional, os estados do Rio de Janeiro³⁰ e do Rio Grande do Sul³¹ solicitaram adesão ao RRF, sendo que somente em relação ao estado fluminense foi homologado o RRF, iniciando-se, portanto, sua vigência.³² A baixa adesão, segundo especialistas, decorre das rigorosas medidas de ajuste fiscal exigidas pela lei como contrapartida pelos estados. Tais medidas são voltadas, em geral, à restrição do aumento de despesas e se aplicam durante o período do regime de recuperação e a todos os poderes, órgãos, entidades e

30 No caso do Rio de Janeiro, o Plano de Recuperação prevê ajustes de R\$ 63 bilhões até 2020.

31 Cotejando-se o Gráfico 5, que mostra a relação dívida líquida anual/receita corrente líquida (data-base de junho de 2017), verifica-se que os estados do Rio de Janeiro e do Rio Grande do Sul são exatamente os que têm o maior coeficiente: 2,57 e 2,26, respectivamente.

32 O Regime de Recuperação Fiscal do estado do Rio de Janeiro foi homologado pelo presidente da Câmara dos Deputados no exercício do cargo de presidente da República, conforme Exposição de Motivos nº 111, de 5 de setembro de 2017.

fundos do estado. Para que se tenha uma ideia do alcance desse mecanismo de garantia pública instituído pela Lei 13.609/2018, segundo dados da Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP), conforme última informação disponível, cerca de mil municípios fazem jus a créditos de *royalties*, o que corresponde a algo em torno de 18% de todos os municípios que compõem a Federação. Em valores, ainda segundo a ANP, no acumulado de 2017 (até novembro de 2017), os estados receberam R\$ 4,828 bilhões e os municípios, R\$ 5,814 bilhões.

Finalmente, vale registrar que as receitas provenientes dos *royalties* do petróleo não têm natureza tributária, o que afasta, por certo, conforme já explicitado anteriormente, a proibição de sua vinculação como garantia de pagamento às instituições financeiras. Nesse diapasão, há de se salientar que os *royalties* do petróleo têm natureza jurídica de compensação financeira, porquanto seu principal objetivo é o de indenizar os estados, o Distrito Federal e os municípios quanto aos danos da exploração dos recursos naturais. Assim, embora se assemelhem aos tributos em virtude de sua compulsoriedade, deles se afastam por terem natureza compensatória, tendo em vista que uma das características dos tributos repousa no fato de que não constituem sanção por ato ilícito, conforme estabelece o art. 3º do Código Tributário Nacional.

Em resumo, diante de tudo o que foi dito nesta seção, percebe-se claramente que tanto a evolução legislativa quanto o repositório jurisprudencial trazido à colação neste trabalho convergem para o entendimento de que as rendas públicas podem ser dadas em garantia a operações de crédito por estados e municípios, sendo tal possibilidade uma decorrência da autonomia político-administrativa dos entes federados, ínsita à forma federativa de estado. É claro que

a tese ora defendida não está imune a críticas ou questionamentos. Nesse sentido, podem ser citadas as decisões liminares proferidas recentemente pela presidente do STF, ministra Cármen Lúcia, nos autos da Ação Cível Originária 2970 DF,^{33,34} nas quais, atendendo a pedido formulado pelo estado do Rio de Janeiro, Sua Excelência decidiu, *ad referendum* do colegiado, suspender a execução de cláusulas de contragarantia de contratos firmados entre a União e o estado do Rio de Janeiro, que possibilitariam o bloqueio de quase R\$ 374 milhões dos cofres fluminenses.³⁵

Contudo, ao examinar o teor das decisões liminares proferidas pela presidente da Suprema Corte, pode-se constatar que em nenhum momento a ministra pôs em xeque a validade dos contratos e das cláusulas contratuais celebradas pelo estado do Rio de Janeiro, até porque sequer ele pugnou pela invalidade desses instrumentos. Com efeito, a partir de uma simples leitura da exordial apresentada pelo estado, verifica-se que o autor fundamentou seu pedido no fato de que o bloqueio pela União das quantias já mencionadas (R\$ 193 milhões e posteriormente R\$ 181 milhões) acarretaria a impossibilidade de execução de obrigações constitucionais dos direitos dos servidores públicos, de aposentados dependentes do ente estadual, entre outras obrigações fundamentais do estado. O trecho da decisão da ministra, abaixo citado, deixa claro que o motivo da decisão não decorreu da inobservância de normas e preceitos que regem a

33 Relator ministro Ricardo Lewandowsky.

34 É importante ressaltar que, quando da adoção de tais decisões, o estado do Rio de Janeiro ainda não havia aderido ao Regime de Recuperação Fiscal. Atualmente, o processo encontra-se extinto, tendo o ministro relator homologado a renúncia ao direito em que se funda a ação, com fulcro no art. 487, III, c, do Código de Processo Civil.

35 A primeira decisão liminar foi proferida no dia 2 de janeiro de 2017, na qual foram bloqueados R\$ 193 milhões, e a segunda decisão foi proferida apenas dois dias após, quando então foram bloqueados R\$ 181 milhões.

matéria nos planos constitucional e legal, mas sim da gravíssima situação econômica que atravessa o estado do Rio de Janeiro, que culminou até com a decretação, pelo governador, do estado de calamidade pública, conforme Decreto Estadual 45.692, de 17 de junho de 2016. Nesse sentido, confira-se:

6. O Estado do Rio de Janeiro amarga gravíssima situação financeira, tendo o Governador do Estado decretado “estado de calamidade pública” nos termos do Decreto nº 45.692/2016. (...) Seja realçado que o Estado Autor não nega a validade do contrato nem as cláusulas de contragarantia, limitando-se a relatar as condições financeiras que sobrevieram e que conduziram à necessidade de serem reavaliados os requisitos e a forma de pagamento devido à União, em repactuação que depende de notificação para que possa ter a oportunidade de defender-se pela sua inadimplência nos termos previstos quando inexistente a situação de calamidade atual. Parece pretender o Estado Autor valer-se da teoria da imprevisão, pois não previsto o quadro calamitoso que agora domina a Administração Pública estadual.

7. É da jurisprudência deste Supremo Tribunal a adoção acautelatória de medidas de prudência jurídica “com o propósito de neutralizar a ocorrência de risco que possa comprometer, de modo grave e/ou irreversível, a continuidade da execução de políticas públicas ou a prestação de serviços essenciais à coletividade” (ACO 1848, Relator Ministro Celso de Mello, Dje 6.11.2014).

Assim, pode-se perceber que a decisão acima referida não se deu em linha com as decisões anteriormente proferidas pela Suprema Corte, tratando-se de uma situação excepcional, episódica e transi-

tória decorrente da gravíssima crise econômica que atinge o país e, em especial, o estado do Rio de Janeiro. Tais decisões refletem um tema que tem sido abordado amiúde pelo Tribunal Constitucional Português, que levou alguns doutrinadores portugueses a designá-lo como “Jurisprudência da Crise”,³⁶ a qual reflete a adoção de decisões excepcionais, influenciadas pelo contexto de crise, que muitas vezes se divorciam daquelas comumente adotadas pelo tribunal em períodos de normalidade.

Por fim, à guisa de conclusão, não se pode deixar de mencionar que, recentemente, a Advocacia-Geral da União (AGU), no exercício de sua competência de fixar a interpretação da Constituição, das leis, dos tratados e dos demais atos normativos, exarou o Parecer GMF – 07, publicado no *Diário Oficial da União*, de 4 de abril de 2018. Dito parecer, a despeito de não estar imune a questionamentos por parte do TCU,³⁷ traz, indiscutivelmente, relevante segurança jurídica para as instituições financeiras oficiais de crédito, uma vez que, por ter sido aprovado pelo presidente da República, é de cumprimento obrigatório a todos os órgãos e entidades da Administração Pública Federal, na forma do que preceitua o art. 40, § 1º, da Lei Complementar 73, de 10 de fevereiro de 1993 (Lei Orgânica da AGU).

Conclusão

A partir de 1974, iniciou-se no Brasil uma etapa, caracterizada historicamente pela elevada inflação, *vis-à-vis* os parâmetros interna-

36 No Brasil, o tema foi muito bem explorado por Magalhães (2017).

37 Acerca da possibilidade de o TCU questionar a constitucionalidade e a legalidade de pareceres exarados pela AGU, vide Acórdão TCU 111/2010 – Plenário, Rel. Min. Aroldo Cedraz.

cionais da época. Tomando como referência o IGP-DI – dado que o INPC e o IPCA não existiam na época –, a inflação média nos seis anos 1974-1979 foi de 44% a.a. Entre 1980 e 1985, o país teve a fase de inflação de três dígitos, mas ainda relativamente estável, inicialmente em torno de 100% anuais, durante três anos, e depois, de 200%, por outros três. Em 1986, após o fracasso do Plano Cruzado – assim como dos quatro outros planos de estabilização que se seguiram (Bresser, em 1987, Verão, em 1989, Collor 1, em 1990, e Collor 2, em 1991) –, inaugurou-se uma fase que pode ser qualificada, tecnicamente, de “hiperinflação reprimida”, com a tendência hiperinflacionária contida artificial e recorrentemente mediante o expediente do congelamento de preços, de duração cada vez mais curta. Esse ciclo encerrou-se com o Plano Real de 1994.

Ocorreu então a substituição de uma anomalia por outra, e o país passou de viver vinte anos de inflação alta para um período de outros pouco mais de vinte anos de taxas de juros reais extremamente elevadas. De fato, nos 23 anos de 1995 a 2017, a taxa real Selic, deflacionada pelo IPCA, foi de nada menos do que 10% a.a., em média.

Nesse período de mais de quatro décadas, o BNDES teve um papel de destaque como instrumento de financiamento do investimento: na primeira metade do período, por exercer um virtual monopólio do crédito de longo prazo em uma economia fechada e com alta inflação; e na segunda metade, por emprestar à TJLP, que se situou em níveis significativamente inferiores às taxas de juros de mercado.

Nesse sentido, representa um desafio importante para a instituição a perspectiva que parece se vislumbrar nos primeiros meses de 2018, olhando para o panorama dos anos vindouros, caracterizados, à luz das projeções de mercado, por taxas de juros e de inflação baixas, simultaneamente com a vigência da nova TLP como indexador dos

empréstimos do BNDES. O Banco se defrontará com um cenário em que clientes tradicionais terão acesso a outras fontes de financiamento em condições de custo parecidas com as que o BNDES oferece – ainda que provavelmente com prazos menores.

Nesse contexto, uma forma de apoio cujo aprofundamento pode ser interessante nos próximos anos diz respeito ao crédito para estados e municípios. O investimento público, quando bem executado, é um dos motores do crescimento de longo prazo e do bem-estar social e, infelizmente, vem mostrando uma queda acentuada nos últimos anos, tendo atingido em 2017 o menor valor da série histórica.³⁸ Em linha com os objetivos de um banco de desenvolvimento, acredita-se, portanto, que haja potencial para ser explorado no que diz respeito à atuação da instituição no seu relacionamento com os entes subnacionais.³⁹

Vale lembrar que, no caso dos estados, o estrito cumprimento dos contratos de renegociação da dívida assinados com o Tesouro Nacional levaria à eliminação das dívidas objeto do contrato, mediante seu pagamento integral ao longo dos anos. Ora, do ponto de vista macroeconômico, “zerar” a dívida estadual e municipal não é, necessariamente, algo que corresponderia à melhor trajetória para maximizar o desempenho dos estados e a promoção do investimento,

38 Como foi mostrado na seção “Uma ideia promissora”, com base em dados do Ipea.

39 Um exemplo de programa no qual se pode pensar é o de financiamento de creches nos municípios, com recursos canalizados através dos estados, dada a dificuldade de operar capilarmente nos mais de 5.500 municípios. Por outro lado, ressalte-se que o BNDES tem operações em curso (desembolsadas, meramente aprovadas ou em análise) com apenas 75 desses municípios, sendo 23 deles capitais. Em outras palavras, o Banco opera com apenas 1% dos municípios não capitais do país, algo que certamente poderia ser modificado, desde que ocorra com entes que tenham indicadores adequados de *rating*. As parcerias público-privadas (PPP) são certamente outra área em que há perspectivas promissoras para a atuação do BNDES por meio de financiamentos.

havendo espaço para uma troca na composição das dívidas. Nesse caso, haveria uma redução paulatina da posição de endividamento com o Tesouro e um aumento da dívida dessas entidades com outras fontes, como organismos multilaterais, Caixa Econômica Federal ou BNDES.

É necessário, porém, reforçar que, para que haja êxito na proposta, os entes subnacionais precisam estar fiscalmente equilibrados no longo prazo, com capacidade de endividamento e, posteriormente, de pagamento do empréstimo. Hoje, as projeções disponíveis indicam que o déficit da Previdência dos regimes próprios, na ausência de reformas na matéria, avançará sobre a receita corrente, em particular no caso dos estados, gerando riscos de insolvência no futuro. Por isso, a reforma previdenciária torna-se fundamental para que a proposta aqui delineada seja viável nos próximos anos.

Este texto buscou dar uma *rationale* a esse movimento de apoio do BNDES a estados e municípios, que pode combinar o interesse do Banco de procurar novos espaços de atuação – ou ampliar os disponíveis – com o dos entes subnacionais de identificar novas fontes de financiamento. É claro que, para que isso seja viabilizado sem comprometer a saúde financeira da instituição, **é preciso manter a excelência das metodologias de risco existentes na análise de crédito, avaliando adequadamente os riscos fiscais e tendo um esquema de garantias que permita proteger o BNDES das diversas formas de *default* que tantas vezes marcaram, em outras oportunidades, arranjos feitos com o objetivo de financiar os entes subnacionais.** A *expertise* técnica das equipes do BNDES que avaliarem os programas e a severidade da Secretaria do Tesouro Nacional na oferta ou não de garantias na substituição de dívida aqui proposta serão ingredientes fundamentais, portanto, para o êxito da iniciativa.

Referências

- ARDEO, W.; VILLELA, R. Credibilidade e a questão fiscal de estados e municípios. *Conjuntura Econômica*, v. 5, n. 6, Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, jun. 1996.
- BANCO MUNDIAL. *Brazil – State debt: crisis and reform*, 1995. (Regional Report, n. 14.842)
- BARBOZA, R.; FURTADO, M.; GABRIELLI, H. *A atuação histórica do BNDES: o que os dados têm a nos dizer?*, mar. 2018. (Texto para Discussão, n. 123).
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Política fiscal*, fev. 2018. (Notas econômico-financeiras para a imprensa).
- BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Evolução dos desembolsos*. Fev. 2018. (Notas para a Imprensa).
- _____. *Livro Verde: nossa história tal como ela é*. Rio de Janeiro, 2017. 333 p.
- BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. *Boletim das Finanças Públicas dos Entes Subnacionais*, dez. 2017.
- _____. *Boletim das Finanças Públicas dos Entes Subnacionais*, out. 2016.
- BRASIL. Lei 8.031, de 12 de abril de 1990. Cria o Programa Nacional de Desestatização (PND), e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8031.htm>. Acesso em: 1º maio 2018.
- _____. Lei 9.639, de 25 de maio de 1998. Dispõe sobre amortização e parcelamento de dívidas oriundas de contribuições sociais e outras importâncias devidas ao Instituto Nacional do Seguro Social – INSS, altera dispositivos das Leis nºs 8.212 e 8.213, ambas de 24 de julho de 1991, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9639.htm>. Acesso em: 1º maio 2018.
- _____. Lei 9.478, de 6 de agosto de 1997. Dispõe sobre a política energética nacional, as atividades relativas ao monopólio do petróleo, institui o Conselho Nacional de Política Energética e a Agência Nacional do Petróleo e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/l9478.htm>. Acesso em: 1º maio 2018.

_____. Lei 11.079, de 30 de dezembro de 2004. Institui normas gerais para licitação e contratação de parceria público-privada no âmbito da administração pública. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/111079.htm>. Acesso em: 1º maio 2018.

_____. Lei 13.483, de 21 de setembro de 2017. Institui a Taxa de Longo Prazo (TLP); dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e do Fundo da Marinha Mercante (FMM) e sobre a remuneração dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); altera as Leis nºs 8.019, de 11 de abril de 1990, 9.365, de 16 de dezembro de 1996, 10.893, de 13 de julho de 2004, e 10.849, de 23 de março de 2004; e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13483.htm>. Acesso em: 1º maio 2018.

_____. Lei 13.609, de 10 de janeiro de 2018. Altera a Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997, que dispõe sobre a política energética nacional e as atividades relativas ao monopólio do petróleo. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/2018/lei-13609-10-janeiro-2018-786088-publicacaooriginal-154742-pl.html>>. Acesso em: 1º maio 2018.

_____. Lei Complementar 73, de 10 de fevereiro de 1993. Institui a Lei Orgânica da Advocacia-Geral da União e dá outras providências. Disponível em: <http://www.trtsp.jus.br/geral/tribunal2/LEGIS/LCP/73_93.html>. Acesso em: 1º maio 2018.

_____. Lei Complementar 77, de 13 de julho de 1993. Institui o Imposto Provisório sobre a Movimentação ou a Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira - IPMF e dá outras providências. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/leicom/1993/leicomplementar-77-13-julho-1993-364972-publicacaooriginal-1-pl.html>>. Acesso em: 1º maio 2018.

_____. Lei Complementar 101, de 4 de maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp101.htm>. Acesso em: 1º maio 2018.

_____. Lei Complementar 156, de 28 de dezembro de 2016. Estabelece o Plano de Auxílio aos Estados e ao Distrito Federal e medidas de estímulo ao reequilíbrio fiscal; e altera a Lei Complementar nº 148, de 25 de novembro de 2014, a Lei nº 9.496, de 11 de setembro de 1997, a Medida Provisória nº 2.192-70, de 24 de

agosto de 2001, a Lei nº 8.727, de 5 de novembro de 1993, e a Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp156.htm>. Acesso em: 1º maio 2018.

_____. Lei Complementar 159, de 19 de maio de 2017. Institui o Regime de Recuperação Fiscal dos Estados e do Distrito Federal e altera as Leis Complementares nº 101, de 4 de maio de 2000, e nº 156, de 28 de dezembro de 2016. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp159.htm>. Acesso em: 1º maio 2018.

BRUNET, J. (coord.). *O gasto público no Brasil*. Rio de Janeiro: Campus, 2012.

CARVALHO FILHO, J. S. *Manual de Direito Administrativo*. São Paulo: Atlas, 2013.

CREDIT SUISSE. Lei 156/16 de renegociação de dívidas estaduais não estabiliza contas fiscais dos Estados. *Macro Brasil*, 17 jan. 2017.

GASPARINI, D. *Direito Administrativo*. 10 ed. Rio de Janeiro: Saraiva, 2005.

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. *Finanças públicas – Teoria e prática no Brasil*. Rio de Janeiro: Campus, 2016.

INSTITUTO TEOTÔNIO VILELA. *Reforma da Previdência – Diagnóstico e propostas do IVT*. Brasília, 2016.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Crescimento dos gastos com pessoal ativo e inativo dos estados brasileiros entre 2006-2016. *Nota Técnica II, Carta de Conjuntura*, n. 37, 4º trimestre, 2017.

MAGALHÃES, A. *Jurisprudência da crise – Uma perspectiva pragmática*. Rio de Janeiro: Lumen Iuris, 2017.

MARQUES NETO, F. A. *Bens públicos: função social e exploração econômica. O regime jurídico das utilidades públicas*. Belo Horizonte: Fórum, 2009.

MAXIMILIANO, C. *Hermenêutica e aplicação do direito*. Rio de Janeiro: Forense, 1995.

MEDAUAR, O. *Direito Administrativo moderno*. 11 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

MEIRELLES, H. L. *Direito Administrativo brasileiro*. 32 ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

MENDES, M. *Por que renegociar a dívida estadual e municipal?* Brasil, economia e governo. Brasília, 2012. Disponível em: <<http://www.brasil-economia-governo.org.br/2012/05/20/por-que-renegociar-a-divida-estadual-e-municipal/>>. Acesso em: 1º maio 2018.

OECD – ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. Brazil. *OECD Economic Surveys*, 2018.

OLIVEIRA, R. F. *Curso de Direito Financeiro*. 4 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017.

ORAIR, R.; SIQUEIRA, F.; GOBETTI, S. *Política fiscal e ciclo econômico: uma análise baseada em multiplicadores do gasto público*. Prêmio do Tesouro Nacional. Brasília, 2016.

RIGOLON, F.; GIAMBIAGI, F. A renegociação da dívida e o regime fiscal dos estados. In: GIAMBIAGI, F.; MOREIRA, M. (orgs.). *A economia brasileira nos anos 90*. Rio de Janeiro: BNDES, 1999.

RIO DE JANEIRO (ESTADO). Lei 4.664, de 14 de dezembro de 2005. Cria o Fundo Especial da Defensoria Pública do Estado do Rio de Janeiro - FUNDPERJ e dá outras providências. Disponível em: <<https://gov-rj.jusbrasil.com.br/legislacao/88311/lei-4664-05>>. Acesso em: 1 maio 2018.

TINOCO, G. Entendendo a renegociação das dívidas estaduais com a União. *Análise Econômica APP/Depec*, jan. 2017.

Apêndice 1

Receita de privatização: 1991-2000 (US\$ bilhões)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Total
Governo Federal	2,0	3,4	4,2	2,3	1,6	4,7	12,6	26,6	0,5	7,7	65,6
Estados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	15,1	10,9	3,9	3,0	34,7
Total	2,0	3,4	4,2	2,3	1,6	6,5	27,7	37,5	4,4	10,7	100,3

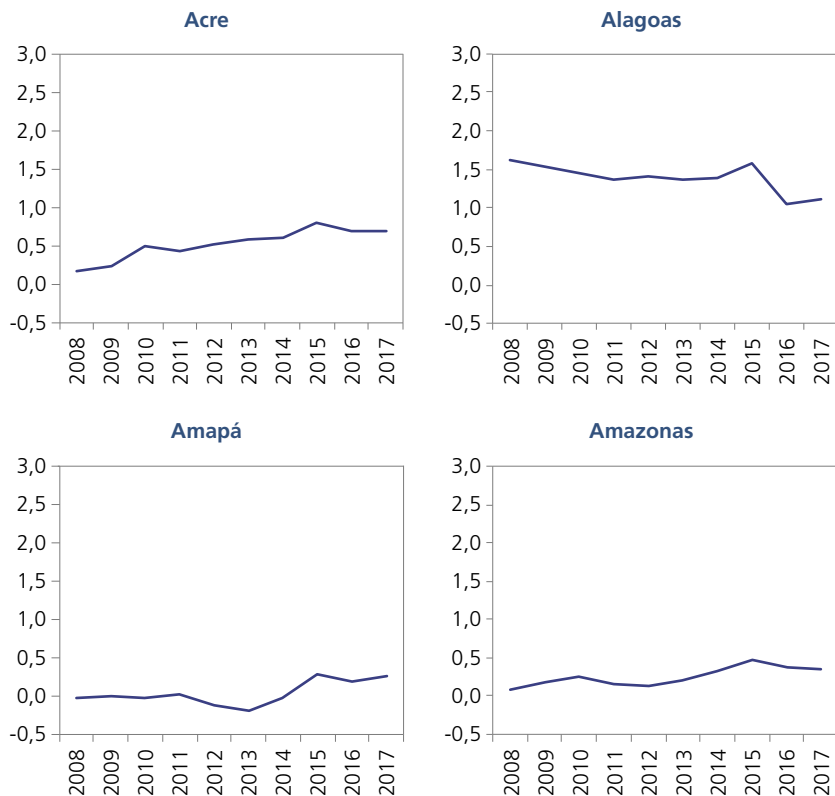
Fonte: Giambiagi e Além (2016), Tabela 14.2, com base em informações diversas do BNDES.

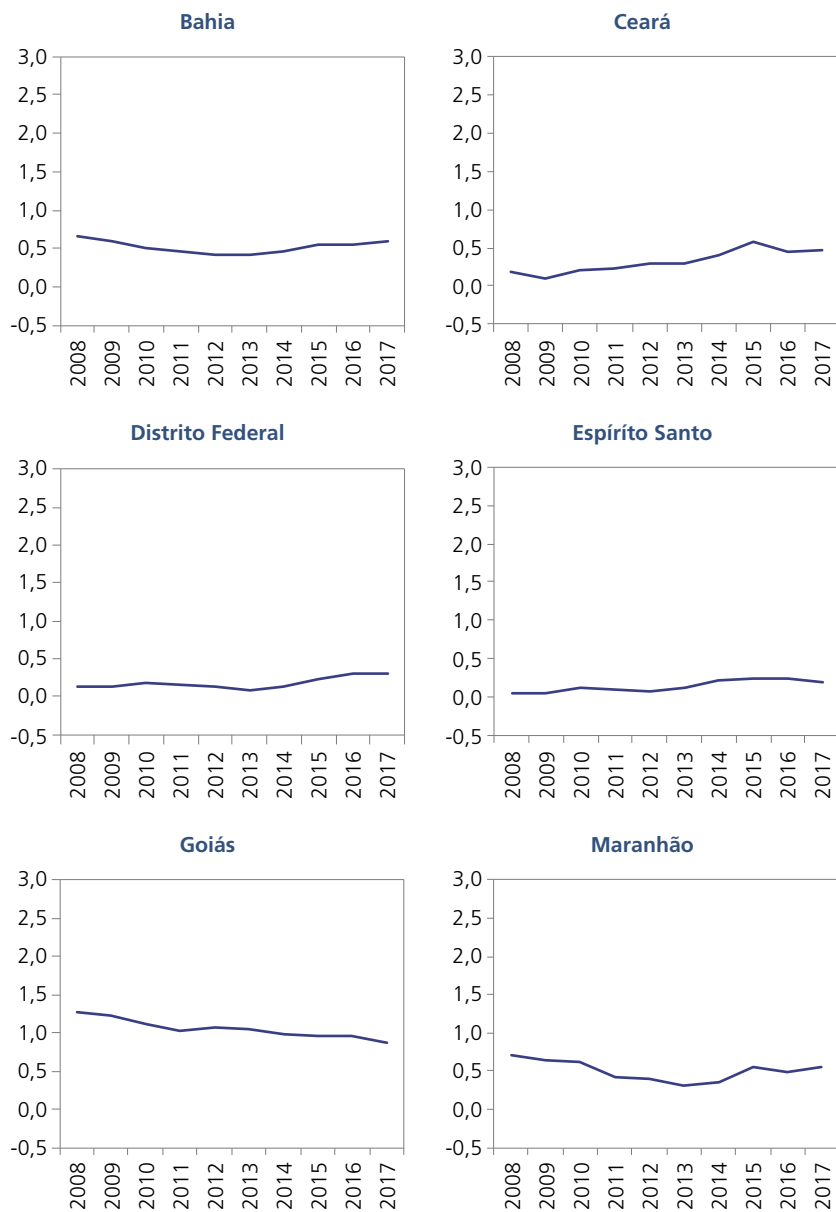
Nota: O valor é exposto em US\$ porque era assim que o BNDES divulgava as informações antes da estabilização de 1994 e a prática foi mantida depois do Plano Real, para conservar a consistência das estatísticas.

Anexo 1

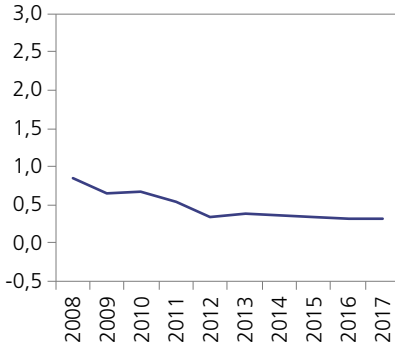
Fonte de todos os gráficos do Anexo 1: Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br), Economia e Finanças/Séries temporais/Estatísticas regionalizadas (tabelas especiais).

Dívida líquida/receita corrente líquida

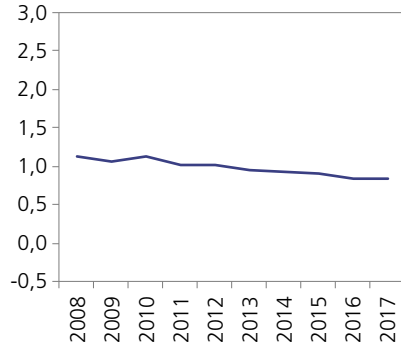




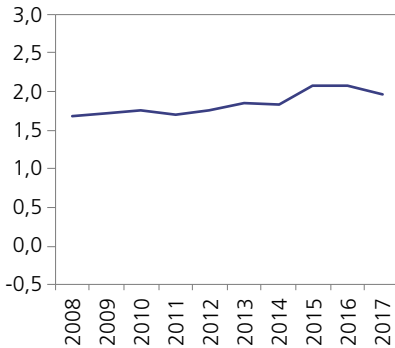
Mato Grosso



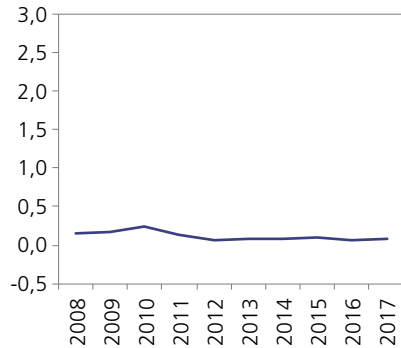
Mato Grosso do Sul



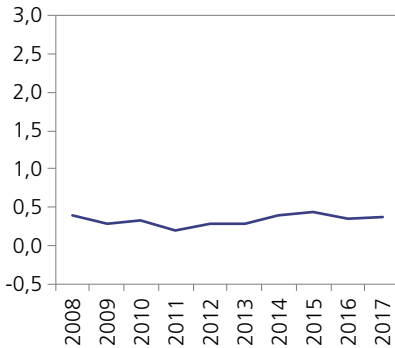
Minas Gerais



Pará



Paraíba



Paraná

